98-84323-6

Hanafi Aboul-Ela

La spéculation en bourse

Paris

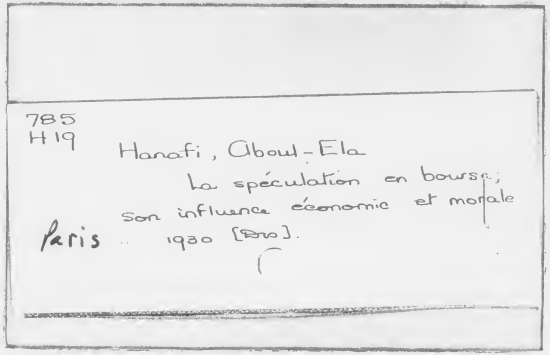
[1930]

98-84323-6
MASTER NEGATIVE #

COLUMBIA UNIVERSITY LIBRARIES
PRESERVATION DIVISION

BIBLIOGRAPHIC MICROFORM TARGET

ORIGINAL MATERIAL AS FILMED - EXISTING BIBLIOGRAPHIC RECORD



RESTRICTIONS ON USE: *Reproductions may not be made without permission from Columbia University Libraries.*

TECHNICAL MICROFORM DATA

FILM SIZE: 35 mm REDUCTION RATIO: 12:1 IMAGE PLACEMENT: IA (IIA) IB IIB

DATE FILMED: 2/3/98 INITIALS: F.C.

TRACKING # : 31458

FILMED BY PRESERVATION RESOURCES, BETHLEHEM, PA.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA SPÉCULATION EN BOURSE

Son influence économique et morale

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 24 Novembre 1930, à 14 heures, à la Faculté de Droit de l'Université de Paris

PAR

Hanafi ABOUL-ELA

Diplômé ès-sciences politiques et économiques
Diplômé de l'Institut de Criminologie de l'Université de Paris

JURY DE LA THÈSE :

Président : M. AFTALION
Suffragants : MM. ALLIX
PICARD

PARIS
LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE
49, Boulevard Saint-Michel, 49
—
1930

D765 H19

Columbia University
in the City of New York

LIBRARY

School of Business

LA
SPÉCULATION EN BOURSE

Son influence économique et morale

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA SPÉCULATION EN BOURSE

Son influence économique et morale

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 24 Novembre 1930, à 14 heures, à la Faculté de Droit de l'Université de Paris

PAR

Hanafi ABOUL-ELA

Diplômé ès-sciences politiques et économiques
Diplômé de l'Institut de Criminologie de l'Université de Paris

JURY DE LA THÈSE :

Président : M. AFTALION
Suffragants : MM. ALLIX
PICARD

PARIS
LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE
49, Boulevard Saint-Michel, 49
—
1930

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

D 785
H 19

April 16, 1932 DA/HEC GSP 22

INTRODUCTION

I. — *But de l'ouvrage.*

II. — *Définitions : La Spéculation, Le Jeu de Bourse et L'Agiotage. — Différences entre ces trois notions boursières.*

III. — *Exposé historique sur les valeurs mobilières et la Spéculation en Bourse.*

IV. — *Plan et division de l'ouvrage.*

I. — La débâcle de Wall Street (1) des mois d'octobre et de novembre 1929, qui s'est renouvelée et accentuée pendant tout le premier semestre de 1930, a eu des répercussions mondiales très étendues. C'est en cherchant les causes économiques, que nous avons été amené à étudier cette question délicate de la Spéculation en Bourse qui est du domaine de la morale, comme du domaine de la loi positive, et qui intéresse aussi bien l'économie politique que le bon ordre de l'Etat. Ce problème complexe a de tout temps soulevé (et il en soulève plus que

(1) V. Jèze : La débâcle américaine, « Journal des Finances », 15 novembre 1929. Frédéric Jenny : La débâcle à la Bourse de New-York, « Le Temps » (économique et financier), 4 novembre 1929. Warshow : « Wall Street », trad. par Pierre Coste, note du traducteur, P. 212-225. L'ordre du jour de la cinquième réunion des économistes de langue française : Le krach de bourse d'octobre-novembre 1929, aux Etats-Unis, Revue d'Economie politique, de juillet-août 1930, P. 1244.

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

D 785
H 19

April 16, 1932 LA/NEC GSP

INTRODUCTION

I. — *But de l'ouvrage.*
II. — *Définitions : La Spéculation, Le Jeu de Bourse et L'Agiotage. — Différences entre ces trois notions boursières.*
III. — *Exposé historique sur les valeurs mobilières et la Spéculation en Bourse.*
IV. — *Plan et division de l'ouvrage.*

I. — La débâcle de Wall Street (1) des mois d'octobre et de novembre 1929, qui s'est renouvelée et accentuée pendant tout le premier semestre de 1930, a eu des répercussions mondiales très étendues. C'est en cherchant les causes économiques, que nous avons été amené à étudier cette question délicate de la Spéculation en Bourse qui est du domaine de la morale, comme du domaine de la loi positive, et qui intéresse aussi bien l'économie politique que le bon ordre de l'Etat. Ce problème complexe a de tout temps soulevé (et il en soulève plus que

(1) V. Jèze : La débâcle américaine, « Journal des Finances », 15 novembre 1929. Frédéric Jenny : La débâcle à la Bourse de New-York, « Le Temps » (économique et financier), 4 novembre 1929. Warshow : « Wall Street », trad. par Pierre Coste, note du traducteur, P. 212-225. L'ordre du jour de la cinquième réunion des économistes de langue française : Le krach de bourse d'octobre-novembre 1929, aux Etats-Unis, Revue d'Economie politique, de juillet-août 1930, P. 1244.

jamais) de vives discussions et des controverses passionnées.

Aussi, une fois engagés dans cette étude, il nous a paru que le chemin que nous devions suivre jusqu'au bout était bien périlleux ; mais cette constatation, au lieu de nous effrayer, n'a fait qu'aviver notre désir de pénétrer dans cette forêt, de tâcher de démêler exactement l'influence de ce « foyer », que constitue l'ensemble des capitaux mobilisés pour la civilisation moderne.

Nous n'avons pas l'intention d'entrer ici dans l'examen de toutes les controverses philosophiques ou doctrinales, auxquelles cette question a donné lieu. Notre but est purement économique. Mais pourtant, nous ne pouvions entièrement passer sous silence la partie morale, et surtout sociale, du problème, aspects dont nul ne peut contester l'importance. Nous ne nous attacherons pas non plus spécialement à l'étude des lois positives, des débats législatifs, des règlements administratifs, de la jurisprudence, qui intéressent la Spéculation. Notre ambition est plutôt de montrer les relations étroites qui existent entre les lois économiques et le mécanisme de la spéculation en Bourse; de noter l'influence de ces opérations spéculatives sur la morale et sur l'économie nationale et internationale des peuples.

Indiquons, une fois pour toutes, que nous prenons toujours le mot « Bourse » comme synonyme de bourse de valeurs. Nous admettons cette acception courante à raison de la prédominance que les bourses de valeurs ont prise dans la vie moderne sur les bourses de marchandises : c'est bien, en effet, l'existence des premières qui a facilité et encouragé la participation des fortunes privées, au capital de production, qui est la base même de l'actuelle économie mondiale (1).

II. — Pour la clarté de notre travail, il nous faut commencer par définir avec précision quelques notions boursières et, tout d'abord, la Spéculation, le Jeu de Bourse et l'Agiotage. Nous essaierons, ensuite, de faire exactement le départ entre ces trois notions, que l'on confond couramment à tort dans les milieux non boursiers.

En effet, beaucoup de personnes qui fréquentent peu la Bourse, parlent de la spéculation sans savoir clairement en quoi elle consiste. L'opinion publique la confond toujours avec le jeu de bourse et l'agiotage. Pourtant, elle s'en distingue nettement aux deux points de vue moral et économique ; leurs procédés même ne sont semblables qu'en apparence ; en fait, ils sont bien différents.

La *spéculation*, comme l'indique l'étymologie, s'efforce de prévoir attentivement les chances de gain pour les réaliser, et les chances de perte pour les éviter. Elle s'applique à l'ensemble des opérations de hausse ou de baisse, entreprises en vue d'un événement prochain, mais indépendant de la personne engagée, à savoir, *le spéculateur* (2).

Donc, le talent de celui-ci est non seulement de saisir

(1) Germain Martin : Les banques de dépôts et les banques d'affaires. Cours de Doctorat, 1927-1928.

(2) V. Agiotage : « Dictionnaire de l'Economie politique », de H. Say.
Addé : E. Worms : « Sociétés par actions et opérations de bourse », 1868, p. 256.

le moment où le cours des événements entraine des variations, mais de le prévoir, par la recherche des causes naturelles qui pourront, dans l'avenir, modifier le rapport de l'offre et de la demande. Ici, la psychologie intervient utilement pour nous expliquer les exagérations dans le sens de l'optimisme ou du pessimisme. « Dans un monde, écrit le professeur Lescure (1), où » la spéculation au sens littéral de ce terme, c'est-à-dire » prévision, domine la marche des affaires, les erreurs » et les excès sont à peu près inévitables à raison de la » complexité de l'organisme économique, de la diversité » de ses fonctions solidaires les unes des autres. Toute- » fois, il n'est de meilleurs remèdes aux erreurs, aux » excès de la spéculation, que la statistique, que le » chiffre permettant de fixer les idées et de redresser » les emballements des spéculateurs. »

Ainsi, le spéculateur qui prévoit la hausse, après un examen sérieux de la situation du marché, achète à bas prix dans l'intention de revendre plus tard, lorsque des prix s'élèveront ; ou, au contraire, il vend à haut prix pour racheter à bas prix, s'il prévoit la baisse. Dans la première opération, il empêche donc la baisse du prix d'atteindre un taux qui deviendrait fatal aux producteurs ; par la seconde, il arrête une hausse excessive qui serait fâcheuse pour les consommateurs. Par conséquent, le spéculateur, en poursuivant un bénéfice personnel, réagit sur la production et sur la consommation

(1) Voyᵉ: « L'observation de la prévision du moment des affaires », article dans la revue « Le Crédit », nº 1, 1930.

en vue de leur meilleure adaptation au profit de l'intérêt général (1).

Il serait intéressant, mais quasi impossible à reproduire, ici, les textes de toutes les définitions qu'on a données (2) de la spéculation, parce qu'innombrables. Non seulement, elles varient beaucoup, mais elles sont, le plus souvent, contradictoires, suivant le point de vue auquel l'auteur s'est placé (3).

Risquons, à notre tour, la définition suivante qui nous paraît la plus appropriée, au point de vue économique, qui est le nôtre : « La spéculation est l'intention de réaliser, en Bourse, un bénéfice par un acte d'achat ou de vente, quand on prévoit la hausse ou la baisse après un examen sérieux du marché financier, basé sur le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande, et sur les circonstances extérieures capables de le modifier. »

De cette définition, il ressort que si la spéculation est un acte de prévoyance, et si la science des probabilités est de son domaine, elle est pourtant loin de prendre sur le hasard son point d'appui principal. Ce qui caractérise le hasard, c'est l'absence de loi, alors que toute l'atten-

(1) Cf. Proudhon : « Manuel du spéculateur à la Bourse », 1857, p. 4 qui, dans sa définition générale, range la spéculation parmi les quatre facteurs généraux de la production.

(2) V. par exemple, Alfred Courtois : « Opérations de Bourse », p. 189, 13ᵉ édit. — Jeannotte Bozérian : « La Bourse, ses opérateurs et ses opérations », 1859, Tome Iᵉʳ, p. 285. — Edmond Gaillard : « Les opérations de Bourse », 1875, p. 517.

(3) Pascal a dit que les « définitions sont très libres et qu'il faut seulement prendre garde qu'on n'abuse de la liberté qu'on a d'imposer des noms en donnant le même à deux choses différentes » (titre Iᵉʳ, p. 126 de l'édition de Prosper Faugère).

tion du spéculateur est tendue vers la recherche de ces lois, ignorées, mais agissantes (1).

C'est un fait que le hasard constitue, à la Bourse, le moindre de tous les mobiles et que la spéculation, au contraire, exige un travail considérable d'intelligence et de psychologie, une étude préparatoire basée sur des renseignements sérieux et des statistiques exactes concernant la marche des affaires, et une connaissance expérimentée des marchés internationaux. En d'autres termes, la spéculation suivie et régulière qui s'exerce sur les valeurs mobilières exige une capacité sociale et une somme d'efforts qui dépassent celles de bien d'autres professions.

Pour avoir le maximum de chances en bourse, il faudrait être un homme quasi universel. Le boursier modèle doit posséder à fond le tempérament de ses concitoyens, et les mœurs des nations. Il doit connaître les rouages, le pouvoir et les tendances de son gouvernement. et ne pas ignorer, non plus, le mécanisme des Etats étrangers.

Mais, nous avons vu que la spéculation ne table pas sur des faits certains, donc, il est bien possible qu'un événement imprévu, né du hasard, par exemple une calamité publique, un accident politique ou une guerre inattendue, vienne déranger ou démentir, dans un sens quelconque, une combinaison échafaudée par une habile spéculation. Cependant, les véritables spéculateurs ne comptent pas sur le seul fait du hasard et, le plus souvent, ils font tous leurs efforts pour lui disputer ce qu'ils peuvent raisonnablement lui arracher.

(1) Alfred Courtois, op. cit, p. 25-26.

Par conséquent, celui qui se livre à une opération de bourse sans aucune donnée, et que le hasard seul conduit, doit être considéré comme absolument en dehors de toute catégorie de spéculateurs. C'est un joueur, et l'opération à laquelle il procède doit être, dès lors, qualifiée de : *jeu de bourse* (1). Ici, naturellement, nous ne parlons que des jeux de bourse qui diffèrent beaucoup des jeux ordinaires (2), par leur nature, et par la façon dont ils se pratiquent.

Tandis que la Bourse a été fondée en vue de faciliter le commerce, la roulette, le baccarat, la boule et les autres jeux du hasard, ont été inventés et établis dans l'unique intérêt du jeu et on ne saurait admettre qu'ils puissent servir à autre chose. Tandis que, à la Bourse, les jeux ne sont nés qu'incidemment aux dépens du commerce et de la spéculation pure, les jeux de hasard ont été inventés dans le but immédiat et exclusif du jeu. Tandis qu'au jeu ordinaire, on a autant de chances pour soi que contre soi, et que la proportion des chances reste immuable, à la Bourse, au contraire, il y a tou-

(1) Dans le même sens, Mac Culloch : « On peut appeler spéculation sûre, et conséquemment légitime, celle dans laquelle, estimation faite avec soin des éventualités favorables et défavorables, les premières dominent ; tandis qu'on appelle jeu, une spéculation dans laquelle les éventualités sont inconnues ». Principes d'économie politique, trad. Planche T. I., p. 380.

Comparer, au contraire, Bozérian, op. cit., p. 82 : « Si vous avez laissé au hasard seul le soin de décider des cours, vous avez spéculé ».

(2) Le jeu ordinaire est une passion humaine qui apparaît de tous temps dans la pratique des hommes. Il n'était, chez les anciens, qu'une dépense agréable d'une partie du temps et de l'activité, mais dans la suite, il a beaucoup

jours, sur une position de hausse ou de baisse, à un moment donné, une éclatante disproportion entre les chances de gain et les chances de perte, et bien que cette proportion change d'un moment à l'autre, un spéculateur ne pourrait raisonnablement s'en remettre au hasard.

Nous considérons donc, comme un point capital de notre raisonnement, que : *spéculer* n'est pas *jouer*.

Plusieurs auteurs prétendent trouver la ligne de démarcation entre la spéculation et le jeu de bourse dans l'intention, seule, de liquider ou de ne pas liquider l'opération uniquement par des différences (1). Bozérian, ainsi que MM. Lyon-Caen et Renault (2) ne s'appuient pas sur l'intention en elle-même, mais sur le but final des opérations, c'est-à-dire que, pour eux, il y a spéculation s'il y a livraison ou paiement, et jeu si l'opération est réglée par des différences. Pour d'autres, c'est la disproportion des valeurs achetées ou vendues avec

changé de caractère et, aujourd'hui, il a acquis une grande extension.

(1) Alfred Courtois, op. cit., p. 81 : « Nous appelons jeu de bourse les différences à terme faites avec l'intention de ne les liquider que par des différences, que l'on soit ou non en position de les régler, autrement dit l'intention suffit, à nos yeux, pour faire d'une spéculation à terme une affaire de jeu ». V. Ambroise Buchère : « Traité théorique et pratique des opérations de la Bourse », 1892, p. 441. (Dans l'intention des parties, ces opérations de jeu n'ont pour objet qu'un marché fictif, qui ne doit recevoir aucune exécution.)

(2) V. J. Bozérian, op. cit., p. 76. Lyon-Caen et Renault, dans leur « Manuel de Droit commercial », p. 547 : « Les joueurs sont des personnes qui ne se font pas livrer, et qui ne livrent pas des titres, mais qui cherchent à réaliser des bénéfices sur les différences des cours. »

la fortune réelle du spéculateur qui est le signe caractéristique du jeu (1).

Il existe encore une dernière doctrine, selon laquelle il n'y a jeu que lorsque l'opération ne rentre pas dans le cercle de l'activité professionnelle du contractant.

Toutes ces théories qui ont été soutenues par les tribunaux avant la loi du 28 mars 1885, en vue d'appliquer l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil (2), ont perdu beaucoup de leur importance.

La loi de 1885 a donné (3), aux marchés à terme réglés par des différences, une présomption légale de validité qui ne peut être détruite que par la preuve contraire, à savoir la démonstration que la forme d'un marché à terme n'a été employée que pour dissimuler un pur pari sur la hausse ou la baisse des valeurs. Mais pareille preuve est difficilement rapportable, quand le marché a été conclu à la Bourse par l'intermédiaire des agents de change, parce que les parties ne doivent pas s'y connaître. Même dans le marché libre, l'accord par le paiement de différences ne suffirait pas pour invalider l'opération et la faire considérer comme illicite (4). De

(1) V. Rougier « : Les réformes proposées sur les Opérations de Bourse », p. 8, et Smith, « Commercial Gambling » : « Un joueur est une personne qui vend ou achète à terme une trop grande quantité proportionnellement à son capital. »

(2) Article 1965, c. c. : « La loi n'accorde aucune sanction pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari. »

(3) Voici le texte de la loi de 1885 : « Nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code Civil, lors même que les marchés se résoudraient par le paiement d'une simple différence. »

(4) V. Ambroise Buchère, dans les « Annales de Droit Com-

plus, l'intention du contractant, comme le paiement par différences, n'indiquent pas absolument que l'opération n'ait pas été l'objet de calculs approfondis, du point de vue purement économique ou, au contraire, qu'elle soit, de par sa nature, spéculation, et non jeu de bourse. Par contre, celui qui exige la livraison ou qui livre les titres peut être un joueur qui, incapable de prévoir l'avenir avec quelque certitude, se nuit à lui-même et aux autres. Evidemment, le paiement par différences encourage le jeu, mais il n'en est pas pour cela un élément indispensable.

Ce point bien établi, nous n'éprouvons aucune difficulté à combattre la doctrine, qui fonde la distinction entre la spéculation et le jeu de bourse sur la disproportion de la fortune réelle du contractant avec le montant de ses opérations, puisque celui-ci n'est obligé de posséder qu'un avoir lui permettant de régler en toute certitude *ses différences*. D'ailleurs, il peut toujours recourir à l'opération de reports ou de déport, si l'autre partie lève les titres ou exige la livraison (1). Nous ne considérons pas la question de fortune comme décisive, sur le point de savoir s'il y a jeu ou non, car l'argent n'est pas toujours entre les mains du plus habile. Pourquoi empêcherait-on un homme intelligent qui a assez de fortune pour régler les *différences* de ses opérations, d'agir sur le marché, pendant qu'on laisserait les mains libres à un autre spéculateur, toujours en mesure de régler la

mercial » : l'article sur « les marchés à terme et jeux de bourse », 1896, t. 10, p. 33.

(1) V. *infra*.

totalité du montant de ses engagements, mais qui expose à tout instant son avoir à tort et à travers et risque même de troubler les cours par ses imprudences ? (1).

Il nous reste encore à réfuter l'opinion qui prend le cercle de l'activité professionnelle, comme base de la distinction entre la spéculation et le jeu de bourse. Nous nous trouvons, ici, en face d'un préjugé qui ne répond pas nécessairement à une réalité économique.

Un spéculateur professionnel peut très bien, faute d'intelligence ou d'étude, ou par suite de son tempérament, s'engager à la hausse ou à la baisse d'une façon inconsidérée. Ce n'est alors qu'un joueur, au sens économique du mot, quand bien même il ne serait pas jugé comme tel, du point de vue juridique, parce que professionnel. Or, un spéculateur-amateur peut être parfaitement au courant de la situation économique de telle ou telle valeur, et ce n'est point là un fait rare. Toutefois, il arrive que les personnes qui ne spéculent qu'irrégulièrement obéissent trop souvent à des impressions ou à des conceptions superficielles, tandis que les spéculateurs de profession agissent, en général, suivant des règles éprouvées et des indications raisonnées. Mais, cette remarque ne contredit pas notre assertion précédente : « Le jeu commence où manque un examen sérieux. »

Sans nous laisser entraîner plus loin dans des détails juridiques, notons que, pour pouvoir invoquer l'excep-

(1) Nous considérons exacte l'opinion du professeur Laband : « Le but d'une opération commerciale ne consiste pas dans l'acquisition et la transmission de la possession effective des marchandises, mais dans l'achat à meilleur marché et la vente plus cher. »

tion de jeu contre l'opération de bourse, il faut réunir, au minimum, comme présomptions, tous les éléments des doctrines précédentes, c'est-à-dire, avec l'intention de ne point livrer ou de ne point exiger de livraison, l'absence absolue ou relative de fortune, et le fait de la participation d'une personne qui n'est, ni du métier, ni d'une compétence reconnue. Enfin, et surtout, doit être rapportée cette preuve principale, que l'opération a été abandonnée au hasard.

Les tribunaux ont toujours le droit d'appréciation, que le législateur de 1885 leur a réservé. Mais, en pratique, ce n'est point une tâche facile, car, admettre l'exception de jeu opposée par l'une des parties, c'est, d'une part, favoriser le jeu ; d'autre part, entraver les opérations de bourse en substituant sur le marché la méfiance à la sécurité.

Et, comme le dit justement le comte Mollien, dans ses Mémoires : « Quand un homme libre a pris des engage-» ments téméraires, c'est dans leur exécution qu'il doit » trouver la peine de son imprudence ou de sa témé-» rité » (1).

Il s'ensuit donc que la distinction entre le jeu et la spéculation tient à la personne de l'opérateur bien plutôt qu'à l'opération de bourse elle-même, parce que cette dernière ne change pas, tandis que dans le cas du premier : s'il espère un gain, grâce à son appréciation habile des conséquences, sur le marché, de certains faits positifs, il est spéculateur ; mais s'il le demande exclusivement au hasard, c'est un joueur (1).

(1) V. « Mémoires d'un ministre du Trésor Public », du comte Mollien, T. I., p. 25.

Celui qui essaie de se garantir contre tout événement fâcheux venant déjouer ses prévisions, en s'efforçant de mettre le hasard de son côté et de provoquer lui-même, par des manœuvres frauduleuses, la hausse ou la baisse, n'est ni un joueur, ni un spéculateur, mais un *agioteur*.

Autrement dit, la spéculation et le jeu de bourse cessent, et l'agiotage commence, avec les manœuvres frauduleuses employées dans le but d'influencer les cours dans un sens favorable aux calculs de l'opérateur (2).

Certains ont cherché à définir, avec précision, les caractères qui distinguent nettement l'agiotage, de la spéculation et du jeu de bourse.

« L'agiotage, disait Mirabeau (3), est l'étude et l'emploi » de variations inattendues dans les prix des effets » publics, et le *secret* de détourner à son profit les » dépouilles de ceux qu'on a séduits ou trompés. »

A sa suite, Bozérian voyait également dans l'agiotage l'ensemble des manœuvres employées pour déterminer la hausse ou la baisse de certaines valeurs (4).

Worms a donné une définition presque analogue. Pour lui, l'agiotage se manifeste par des opérations de baisse ou de hausse, entreprises en vue des manœuvres que l'opérateur compte exercer (5).

(1) V. Claudio Jannet : « Le capital, la spéculation et la finance au XIXe siècle, Paris, 1892, p. 234.
(2) V. *infra*.
(3) « Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'Assemblée des Notables », par le comte de Mirabeau (1787).
(4) V. Bozérian, op. cit., p. 82.
(5) V. Worms, op. cit., p. 356.

Le Traité de Buchère explique de la même manière la caractéristique de ce trafic : l'opérateur emploie-t-il des manœuvres pour provoquer la variation des cours, donner ainsi un crédit fictif aux valeurs dont il désire la hausse, ou provoquer le discrédit de celles dont il veut la baisse, il se livre alors à l'agiotage (1).

Par contre, Mirès affirmait déjà, dans *Le Constitutionnel*, que la distinction entre la spéculation et l'agiotage est factice. « Chaque jour, écrivait-il, nous entendons distinguer entre la spéculation et l'agiotage sans qu'on ait jamais pu nous exprimer à quels signes particuliers on les reconnaissait. Un magistrat éminent, qu'on signale parmi les adversaires les plus prononcés de l'agiotage, nous disait, il y a peu de jours : j'appelle agiotage, les fausses nouvelles répandues pour faire la hausse ou la baisse... Mais c'est de l'escroquerie, répondit-on... J'appelle encore agiotage, dit ce magistrat, les dividendes exagérés qu'on distribue pour faire monter les actions et réaliser ainsi un bénéfice illicite en ayant donné des opérations chimériques... Mais, répondit-on encore, c'est de l'escroquerie. Nous nous retirâmes de cette conversation avec la conviction intime que la définition que nous cherchions était impossible » (2).

Courtois, de son côté, a exprimé à peu près la même

(1) V. A. Buchère, p. 324. Le même auteur dit, plus loin, p. 441. « Ces manieurs d'argent, comme les appelait La Bruyère, acceptent, en général, tous les moyens de mener à bien leurs opérations aléatoires. »

(2) V. Journal « Le Constitutionnel », des 7 et 8 septembre 1857.

idée, en déclarant qu'il ne comprenait pas, sous la dénomination d'agiotage, les faux bruits et autres moyens frauduleux quels qu'ils soient, les uns et les autres étant simplement des actes délictueux que la justice est appelée à réprimer directement (1).

Quoi qu'en aient pensé le financier et l'auteur réputé du « *Traité des Opérations de Bourse et de Change*, l'agiotage demeure cependant différent de la spéculation et du jeu de bourse. Cette distinction, que la plupart des auteurs ont admise, correspond à une réalité, et elle n'est pas près de disparaître. Parfois, l'agiotage se trouve paralysé dans les périodes de calme et de tranquillité, mais son ombre est toujours présente à la Bourse et il se réveille avec une nouvelle énergie au jour des incidents politiques, et des crises financières ou commerciales.

La ligne de démarcation qui les sépare étant nettement établie, tâchons maintenant de donner une définition complète de la spéculation, du jeu de bourse et de l'agiotage.

« *La spéculation* est l'intention de réaliser, en Bourse, un bénéfice par un acte d'achat ou de vente quand on prévoit la hausse ou la baisse, après un examen sérieux du marché financier, basé sur le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande, et sur les circonstances extérieures capables de le modifier. Dans le *jeu de bourse*, on n'attend la hausse ou la baisse que du seul fait du hasard. Dans *l'agiotage*, on provoque la hausse ou la

(1) V. Courtois, op. cit., p. 191.

baisse par des manœuvres frauduleuses dans le but de fausser, à son profit, le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande. »

III. — Si la spéculation sur les marchandises a été connue dans l'antiquité (1), il n'en est pas de même de la spéculation sur les valeurs mobilières. Les Grecs et les Romains n'ont jamais songé à émettre des titres de rentes négociables ; lorsque l'Etat avait besoin d'argent, on recourait, soit à des impositions extraordinaires et forcées sur les riches, soit à des emprunts que consentaient des particuliers ou des banquiers. Les anciens ignoraient, naturellement, aussi les sociétés par actions (2). Au moyen âge, le système financier ne fut pas sensiblement perfectionné. Pour payer les frais d'une guerre, ou la rançon d'un roi, on avait ordinairement recours à des impositions nouvelles. Quand ces moyens faisaient défaut, on cherchait d'autres ressources : le fisc falsifiait les monnaies, empruntait de gré ou de force aux banquiers juifs et lombards, sauf à ne pas les rembourser et à les payer, en cas de résistance, par la mort, par l'exil ou la confiscation.

Avec un tel système financier, on pense bien que les

(1) Claudio Jannet, op. cit., p. 223 : « Un exemple célèbre de spéculation nous a été conservé par les livres saints ; c'est celui de Joseph, qui, étant ministre de Pharaon, prévit qu'à sept années d'abondance extraordinaire succéderaient sept années de disette, et qui, dans cette prévision, fit de grands approvisionnements de céréales. La famine survenant, il les vendit aux Egyptiens. Cette spéculation, très profitable à la couronne, avait en même temps assuré au peuple la conservation de sa vie. »

(2) V. Emile Worms, op. cit., p. 6.

valeurs mobilières étaient inconnues, ou à peu près nulles. Il faut arriver à la fin du moyen âge pour voir se modifier cet état de choses et trouver la première origine des opérations de crédit.

C'est à Gênes que fut inaugurée la première dette publique selon les principes modernes.

En France, les plus anciennes *rentes* que l'on connaisse ont été établies, en 1375, sous le règne de Charles V le Sage. Depuis lors, les gouvernements qui se sont succédé ont fait bien souvent appel au crédit, pour faire face aux dépenses publiques, aux guerres ou aux prodigalités royales. Ces emprunts successifs devaient amener la banqueroute de la France à la fin du XVIII[e] siècle.

Quant à *l'action* titre mobilier, qui a fait, à la fois, la force de l'industrie et la puissance de la spéculation, l'idée en est assez ancienne. On cite, dès le XII[e] siècle, près de Toulouse, le moulin de Basacle divisé en parts (uchaux) qui étaient de véritables actions cessibles et n'engageant point la responsabilité personnelle des porteurs. Déjà, pour s'assurer les bonnes grâces du gouvernement, on donna un uchau au roi Charles V, qui l'accepta par la lettre patente du 24 août 1365.

Des sociétés en parts ont fonctionné à une époque assez reculée en Italie et en Allemagne. Ce sont les actions de banque de Saint-Georges à Gênes qui présentaient la plus grande similitude avec celles d'aujourd'hui.

Pour ce qui concerne *l'obligation*, dans son acception moderne, elle remonte à 1602, avec la Compagnie des Indes Orientales d'Amsterdam.

Au commencement du XVIII[e] siècle, toutes les nations

civilisées de l'Europe connaissaient le principe de l'action et celui de l'obligation, sans apprécier encore l'immense parti qu'on pouvait tirer de leur application.

La découverte de l'Amérique et des Indes accomplie depuis plus d'un siècle avait séduit les capitalistes qui « allaient saisir avec empressement l'occasion de placer avantageusement leur argent et de participer aux bénéfices d'un avenir doré » (1).

On voit naître, au courant du XVII[e] siècle, les grandes Compagnies coloniales hollandaises, anglaises et françaises.

L'espoir de profits considérables, les perspectives séduisantes des entreprises, le charme mystérieux de l'inconnu favorisaient la spéculation.

Les mesures rigoureuses prises par les Etats généraux de Hollande en 1621 et 1624, pour refréner les abus de la spéculation ne réussirent qu'imparfaitement à conjurer le mal. La spéculation avait déjà des racines trop profondes pour qu'il fût possible de la déraciner. Elle allait, au contraire, s'étendre dans les pays voisins de la Hollande, surtout en Angleterre et en France.

La spéculation sur les effets publics, qui avait commencé au XVII[e] siècle, a seulement pris au XVIII[e] siècle, dans l'histoire financière, le rôle prépondérant qu'elle a gardé depuis.

Dès le règne de Louis XIV, les emprunts se sont multipliés, le nombre des actions est devenu considérable, les spéculations de bourse ont pris un grand développement. C'est dans ces circonstances que le contrôleur général Desmarets, en 1708, a préparé et exécuté, avec l'usurier royal Samuel Bernard, le coup de bourse bien connu qui a réalisé, au profit du roi, un bénéfice de plus de quatre millions (1).

(1) Consulter l'ouvrage de M. Edmond Guillard : « Les Opérations de Bourse », Paris, 1875, ch. I[er].

Après la mort de Louis XIV, les coffres étaient vides. Au lieu d'un gouvernement économe, la Régence ouvre son ère de folles dépenses. C'est à ce moment que l'Ecossais Law (2) parut en scène apportant son système de crédit.

Les embarras financiers du Régent, le duc d'Orléans, lui procurèrent l'occasion de mettre ses projets à exécution. Law n'est pas l'inventeur de la spéculation, ni le créateur du crédit ; l'un et l'autre fonctionnaient bien avant qu'il ne mît en pratique son célèbre système (3) ; mais c'est lui qui leur a donné une puissance inconnue

(1) Desmarets fait fabriquer pour 30 millions de billets de la Caisse des emprunts et les remet à Samuel Bernard pour qu'il les négocie, mais afin de donner à ces billets une valeur qu'ils n'auraient pas eue sans cela, il rédige un projet de loterie et laisse sur son bureau ce projet rédigé. Les spéculateurs le connaissent aussitôt, ils y trouvèrent une raison de s'arracher les billets. Bernard profite de cette hausse pour écouler les billets qui ne lui ont rien coûté. Ces billets furent appelés : « les Bernardines ».

(2) Jean Law de Lauriston était le fils d'un riche banquier orfèvre d'Edimbourg. Il émit ses premières idées économiques dans un ouvrage intitulé : « De l'argent et du Commerce » (Money and trade). Son système avait été repoussé par l'Angleterre, le Parlement d'Ecosse, le roi Louis XIV, et d'autres encore.

(3) V. en sens contraire, Ambroise Rendu (le jeu, le pari et les marchés de bourse), p. 195 : « L'aventurier écossais est, à proprement parler, le créateur de la spéculation sur les papiers publics ».

jusqu'alors, introduisant les actions au porteur dans les nombreuses compagnies coloniales qu'il avait fondées. La rue Quincampoix évoque des scènes effroyables, des illusions, des déceptions, des scandales, des richesses ; toutes les classes étaient mêlées et confondues (1). Le crédit du pays était à la merci du jeu et de l'agiotage qui régnaient en maîtres sur cet édifice fragile du système. Sa chute, en 1720, a été fatale à beaucoup ; elle a produit une profonde perturbation dans toutes les richesses.

Le Chancelier d'Aguesseau, qui avait eu le courage de lutter contre Law, et de sacrifier à ses idées sa position de garde des Sceaux, a parlé plutôt en moraliste dont les yeux étaient frappés par un triste spectacle. Mais, l'économiste, qui se place uniquement au point de vue de la production des richesses doit reconnaître, comme nous, que c'est à dater de cette époque que les valeurs mobilières ont pris un accroissement considérable, et que Law, malgré l'insuccès de son système, a donné aux grandes entreprises cette impulsion dont le XIX^e^ siècle a profité.

Toutefois, la spéculation ne disparut pas, avec Law, des mœurs de la nation. Au XVIII^e^ siècle, nous la voyons s'exercer sur les assignats et le numéraire ; plus tard, sur les grandes sociétés de chemins de fer (les frères Péreire), et sur une foule d'entreprises industrielles et commerciales.

En Hollande (2), comme en Angleterre (3), dès les pre-

(1) Le chancelier d'Aguesseau, cf Oscar de Vallée : « Les manieurs d'argent », Paris, 1882.

(2) Savary nous dit que : « La bourse d'Amsterdam était constamment occupée par une vicissitude d'achats et de revenus qui produisaient des bénéfices considérables. »

(3) C'est à la fin du XVII^e^ siècle, sous le règne de Guillaume III qu'y a commencé le trafic des titres.

mières années du XVIII^e^ siècle, la spéculation sur les valeurs mobilières se porta, non seulement sur les grandes compagnies, qui pouvaient imposer, jusqu'à un certain point, la confiance, mais encore sur les entreprises particulières.

Aux Etats-Unis, la première opération de spéculation boursière de quelque envergure eut lieu en 1792 (1). Depuis lors, les nombreuses crises boursières, si désastreuses qu'elles aient été, n'ont jamais pu décourager la spéculation. La débâcle qui vient de bouleverser le marché américain des valeurs est le résultat de cet esprit de jeu qui a pénétré dans les peuples des Etats-Unis.

Il est à remarquer que chaque fois qu'un peuple se livre à la fureur du jeu et de l'agiotage pour s'enrichir rapidement et jouir d'un plus grand bien-être, ce peuple est fatalement amené à subir une crise générale où les ruines s'accumulent.

Autant la spéculation proprement dite est utile au pays dont elle augmente le crédit, et dont elle accroît la richesse, autant le jeu et l'agiotage nuisent à sa prospérité.

(1) Lorsque le rapport d'Hamilton, le Secrétaire du Trésor, fut adopté en 1792, les titres d'Etat, qui étaient jusqu'alors considérés comme sans valeur, devaient être remboursés au pair ; aussi, la joie régnait dans les débits qui longeaient Wall Street, où les spéculateurs avaient leur quartier général, car il n'y avait pas, à ce moment, de bourse organisée. V. Robert Irving Warshow, « Wall Street », trad. par Pierre Coste, 1930, p. 8-12.

La *spéculation* avant de se fixer dans les Palais des Bourses actuels a dû longtemps errer de rue en local, et de local en quartier.

En France, au XVII^e^ siècle, elle tient son siège dans la grande cour du Palais de Justice, sous la Galerie Dauphine, à côté de la Conciergerie, et sur le Pont-au-Change. Au commencement du XVIII^e^ siècle, elle s'installe dans la rue Quincampoix, où se pressent toutes les classes de la société. Puis, on la voit sur la place Vendôme où les spéculateurs furent plus à l'aise ; mais le chancelier Voisin, qui habitait à côté ne goûta pas ce voisinage ; le prince de Carignan offrit son hôtel de Soissons à la spéculation ; cette hospitalité intéressée rapporta au prince un demi-million de revenu. En octobre 1720, le gouvernement accusa les « agioteurs » de la catastrophe et les exila de l'hôtel de Soissons. Mais, un arrêt du Conseil leur ouvrit les portes de l'hôtel de Nevers, le 24 septembre 1724, où ils restèrent jusqu'à la Révolution. La Convention, qui ne pouvait tolérer une autre puissance que la sienne, et faisait profession de vertu, ferma l'hôtel de Nevers en 1793. Mais, la spéculation surgissait de toutes parts, comme en toute période de bouleversement social ou politique ; la Galerie d'Orléans, particulièrement, était le théâtre des plus vastes opérations sur le numéraire et les assignats. Après une vie errante au Louvre, dans l'église des Petits-Pères, enfin en un hangar construit sur le terrain des Filles-Saint-Thomas, elle prit solennellement possession du Palais de la Bourse de la rue Vivienne, le 6 novembre 1826.

En Angleterre, la spéculation avait eu un sort analogue. C'est en 1669 que les courtiers en valeurs mobilières (brokers) s'installèrent, pour la première fois, dans les « walks », c'est-à-dire sur les promenades du second « Royal Exchange », après que le premier eut été détruit par le grand incendie de Londres en 1666. Vers 1698, par suite de l'hostilité évidente des marchands qui occupaient la même bourse et en raison de l'exiguïté du local (walks), les brokers quittèrent le Royal Exchange pour le Change Alley (le passage de la Bourse). Ils s'établirent en plusieurs endroits de la cité, dont le plus fréquenté était le café de Garraway et le café de Jonathan. Là, on pouvait aisément, si le temps était favorable, traiter en plein air. On n'y venait plus que pour spéculer, et si l'on désirait vendre ou acheter des titres c'était là qu'il était préférable de se rendre. La liberté excessive du marché avait facilité les coups de bourse, le jeu et l'agiotage. Les brokers et les jobbers n'avaient point renoncé à la fraude et ils se souciaient peu de morale et d'honnêteté. Le krach de la Compagnie de la Mer du Sud qui éclata en 1720, faisait ressembler le Change Alley à la rue Quincampoix de Paris ; en 1773, les brokers désireux de s'installer chez eux, devinrent les propriétaires d'une maison située non loin de Change Alley, à Sweeting's Alley, où le marché des titres s'établit et fut maintenu pendant le dernier quart du XVIII^e^ siècle. Dans les premiers jours de 1801, des brokers se réunirent dans le café d'Anvers ; il ne s'agissait de rien moins que de construire une

grande bourse de valeurs, le Stock Exchange de Capel Court (1).

Il faut remarquer que le Stock Exchange est une institution privée, une société particulière par actions, sans lien officiel avec le gouvernement. Cette liberté d'association si ancienne, si féconde en Angleterre, n'a jamais existé en France.

Pendant que le Stock Exchange se mouvait à son aise, la Bourse de Paris était limitée dans son cadre étroit de lois et de règlements d'Etat.

IV. — Pous empêcher toute confusion entre la spéculation, le jeu de bourse et l'agiotage, nous avons commencé par bien séparer ces trois notions boursières. Cette distinction une fois faite, un bref rappel historique concernant deux grands marchés aux caractères différents nous a paru indispensable. Nous avons suivi, chez l'un et chez l'autre, l'évolution de la spéculation depuis sa vie errante, jusqu'à sa stabilité majestueuse dans les Palais des Bourses. Si nous avons recueilli de la sorte des indications intéressantes sur l'histoire et le sens exact de la spéculation, cela ne peut suffire à nous expliquer, pourquoi et dans quelle mesure, la spéculation a une influence sur la morale et l'économie du pays. Avant de répondre à cette question, il nous faut d'abord étudier la

(1) Cet immeuble fut démoli en 1853 pour construire un second Stock Exchange, plus vaste, plus imposant, mieux approprié à l'importance croissante du marché. Celui-ci, constitue la partie du Stock Exchange actuel qui est connu sous le nom de « The Old House », ou la Vieille Maison ; l'autre partie, appelée « The New House », ou la Maison Neuve, fut construite, en majeure partie, en 1884.

technique des opérations spéculatives. Notre ouvrage sera donc divisé en deux parties principales.

Nous consacrerons la première partie au mécanisme de la spéculation, en nous attachant surtout à montrer combien l'influence que peut exercer la spéculation est en relation intime avec ce mécanisme.

Pareille étude nous paraît indispensable, bien que nous n'ayons l'intention de ne traiter que le côté spéculatif des opérations de bourse, sans entrer dans les détails législatifs, administratifs, ou réglementaires qui les conditionnent. En nous renfermant dans les limites que nous impose le but essentiellement économique et moral de ce travail, nous nous sommes abstenu volontairement de toute discussion juridique et de tout détail historique superflus. Nous avons pris comme base de notre étude le mécanisme de la Bourse de Paris — bourse de pays latin — en le comparant à celui de la Bourse de Londres — bourse anglo-saxonne — chacune ayant son caractère spécial. Un premier chapitre sera consacré à la matière de la spéculation, un second à son public, et enfin un troisième à son fonctionnement.

La deuxième partie de notre sujet sera divisée en deux chapitres. Nous parlerons, dans le premier, de l'influence de la spéculation sur la morale. Dans le second, nous examinerons en quatre sections, son influence dans le domaine de l'économie politique : la première section sera consacrée à son influence comme élément essentiel du crédit public ; la seconde section, à son action sur les capitaux, sur les entreprises industrielles et commerciales et sur le taux de l'intérêt ; la troisième, à son rôle régu-

lateur ; et enfin, la quatrième, à son rôle dans les crises économiques.

Notre conclusion comportera, d'abord, une vue d'ensemble, qui nous permettra d'apprécier l'importance du problème au point de vue international. Elle contiendra, ensuite, un aperçu de l'influence politique de la spéculation. Notre ouvrage se terminera par quelques mots sur la conception récente, et d'abord toute américaine, de l' « investment trust ».

PREMIÈRE PARTIE

La Matière de la Spéculation

Son public et son fonctionnement

CHAPITRE PREMIER

La Matière de la Spéculation

Le présent ouvrage a pour but de s'occuper de la spéculation dans la Bourse des Valeurs mobilières ; dès lors, il paraît urgent de déterminer au début de ce chapitre le sens qu'il convient d'attacher à l'objet, par excellence, de la spéculation : c'est-à-dire aux valeurs mobilières.

Section I

I. — Définition des valeurs mobilières.
II. — Théorie générale de l'émission des titres.
III. — Leur étendue.

I. — Dans une acception restreinte, on comprend sous le nom de valeurs mobilières les différents titres émis par les Etats, les départements, les villes, les colonies ou bien encore par les sociétés financières, commerciales, industrielles et autres collectivités. Elles sont ainsi appelées parce que les titres représentent un capital, une somme d'argent, que l'on peut recevoir en les échangeant, et parce que ce capital ou cette somme est facilement trans-

missible sans que la loi exige pour eux les formalités qu'elle impose pour la cession des immeubles.

II. — Pour lancer un emprunt ou une entreprise avec succès, l'Etat ou le promoteur de l'affaire ont intérêt à choisir le moment favorable (1). Lorsque le marché des valeurs est porté vers la hausse, et plus encore si cette hausse est exagérée, le papier qu'il émet trouve, sans difficultés, un grand nombre d'acquéreurs, à un prix élevé. Au contraire, lorsque la bourse a tendance à baisser, il est inutile de chercher à jeter des valeurs nouvelles sur le marché ; celui-ci a déjà beaucoup de peine a supporter le poids des valeurs existantes. L'émission ne pourrait réussir qu'à l'aide de circonstances exceptionnelles, et à condition d'être fort avantageuses pour les porteurs ; en effet, lorsqu'il s'agit d'affaires où il engage son argent et donne son crédit, le public fait preuve d'une extrême sensibilité. Si l'émetteur ne veut pas jeter le discrédit sur son entreprise, il doit deviner les préférences et les besoins de ce public et donner à celui-ci la forme qui l'attire. Il doit s'efforcer de gagner sa confiance, car il est constaté que nombre d'émissions n'ont pu réussir que grâce au crédit qu'inspiraient les fondateurs, et à la considération dont ils jouissaient. Ce sont là des principes fondamentaux qui ont leur importance dans tout emprunt émis sur le marché par l'Etat ou par un particulier.

Mais, une fois l'emprunt lancé, ou la société fondée,

(1) Il faut remarquer que l'Etat est obligé, parfois, d'emprunter, quelle que soit la situation du marché ; la guerre, notamment, ne permet pas à l'Etat de choisir son heure.

il faut *classer* les titres ; autrement dit, les marchands de ces titres doivent les faire acheter par les capitalistes qui les garderont dans leur portefeuille comme *placement*. Il faut toujours en arriver là, et cette opération ultime est absolument nécessaire à la réussite de l'emprunt ou de l'entreprise. Ce sont les syndicats d'émission (1) qui, autrefois, étaient les seuls à jouer le rôle important d'intermédiaires entre, d'une part, l'Etat ou les fondateurs, et, d'autre part, l'épargne disponible ; parce que, seuls alors, ils pouvaient se trouver, à la fois, au courant de la situation du marché financier, et en relations suivies avec les capitalistes et les spéculateurs.

Leur concours était même indispensable lorsqu'il s'agissait de forts emprunts, ou de titres qui doivent être répartis sur plusieurs marchés. On appelait ces banques, *maisons d'émissions*, car elles mettaient des titres en circulation pour leur propre compte (2). Actuellement, ce sont aussi les établissements de crédit qui prennent à la commission, comme mandataires des émetteurs, la

(1) Cf. la thèse d'Yves Le Roy : « Les Syndicats financiers d'émission », Paris 1914. On entend par syndicat, dans ce cas, une association en participation constituée, pour une affaire déterminée et d'une durée assez courte. La Haute Banque et les établissements de crédit étaient, en général, syndiqués. Présentement, parmi les sociétés dites « holding », un certain nombre de ces dernières n'ont pas d'autre objet que de détenir momentanément une grande quantité de titres d'une même affaire, dans un but spéculatif.

(2) Dans ce cas, les maisons d'émissions étaient des entreprises commerciales, leur bénéfice dépendant de la différence entre le prix d'achat et celui de vente. Donc, ces Maisons cherchaient à acheter les titres le meilleur marché possible pour les vendre le plus cher possible, ce qui rendait l'entreprise commerciale l'objet d'une spéculation sur le marché.

mise en circulation des titres ; ils sont pour ce motif appelés : *bureaux de souscription.*

Le succès de l'émission d'un titre dépendra, non seulement de la valeur intrinsèque de ce titre, ainsi que des mesures de publicité et des relations d'affaires que les banques entretiennent, en général, mais aussi de l'intervention de la spéculation. En effet, les titres, qui sont constamment l'objet de négociations en bourse, sont toujours préférés du public.

Nous montrerons, en étudiant l'influence économique de la spéculation, la liaison intime de la circulation des titres avec leur apparition à la Bourse.

III. — Le tableau suivant, établi sur les relevés de la Statistique générale, fait ressortir le progrès constant des émissions des valeurs mobilières sur le marché financier français et la faculté actuelle d'absorption de l'épargne française (1) :

ANNÉES	Montant global des émissions (en millions de francs-papier).	Moyenne annuelle de l'indice du dollar.	Valeur-or des placements (en millions de francs-or).
1913.....	4.117	5,18	4.117
1920.....	45.694	14,56	16.261
1921.....	39.072	13,45	15.028
1922.....	25.334	12,29	10.689
1923.....	21.318	16,53	6.682
1924.....	12.289	19,32	3.304
1925.....	6.590	21,22	1.607
1926.....	9.182	31,44	1.513

(1) « Revue d'Economie politique », de mai-juin 1930, page 597.

1927.....	18.487	25,47	3.759
1928.....	25.070	25,47	5.098
1929.....	20.928	25,50	4.251

Bien entendu, et ainsi qu'il l'a souvent été répété, le chiffre des valeurs mobilières françaises ne représente nullement le total des valeurs effectivement possédées par des Français, puisque pareils titres de par leur nature même, peuvent circuler sur le marché international. Des non-Français seront propriétaires d'une partie des valeurs émises en France, et, à l'inverse, on constate actuellement en France l'existence de valeurs étrangères en assez grande quantité. Aucune donnée précise ne peut sans doute être fournie sur le montant des valeurs ainsi sorties de leur pays d'origine. Cependant, d'après le lieu de paiement des coupons des grandes valeurs internationales, d'après les relevés faits sur la proportion des titres déposés dans certaines banques, au moyen encore de constatations fiscales, certaines approximations d'un ordre très général ont pu être obtenues.

Section II

I. — La nature des valeurs mobilières négociées à la Bourse.
II. — L'état des titres.
III. — Le marché officiel et le marché en banque.
IV. — Les valeurs étrangères.

I. — Dans toutes les bourses de valeurs mobilières, les transactions portent sur les catégories les plus variées de valeurs. Il faut, toutefois, entendre cette expression

de valeurs mobilières dans son sens étroit de titres négociables sur le marché. Nous serions bien en peine, même dans ce sens étroit, d'énumérer toutes les valeurs cotées en Bourse, car leur nombre est imposant et variable. Cependant, nous estimons qu'à cet endroit de notre ouvrage, une explication rapide de la nature des valeurs mobilières négociées à la Bourse, n'est pas sans utilité.

Les valeurs mobilières se divisent en trois grandes catégories : les fonds publics, les actions et les obligations.

Les *fonds publics* sont des titres de rentes ou des obligations émis par les Etats, les villes, les départements, les colonies. L'Etat, pour répondre à des dépenses qui excèdent ses ressources ordinaires, est obligé d'emprunter. La dette publique, qui est l'ensemble des emprunts d'un Etat, comprend la dette consolidée ou perpétuelle, et la dette flottante à long terme et à court terme. Quand les capitaux sollicités ont un but productif, la dette publique peut donner un essor considérable aux affaires du Pays. Si ces dettes sont intérieures, l'ensemble du pays ne s'appauvrit pas puisque les intérêts sont déboursés en faveur de ses nationaux ; au contraire, si elles sont conclues à l'étranger, les intérêts sont marqués sur le débit de sa balance des comptes (1). Les villes, les départements, les colonies ne peuvent pas émettre des obligations sans l'autorisation de l'Etat. Ces obligations sont gagées sur leurs propres ressources et remboursables avec ou sans lots.

L'action est un titre mobilier représentant une part de

(1) V. *infra.*

co-propriété dans une entreprise industrielle, commerciale ou financière. L'actionnaire a une part proportionnelle dans les bénéfices nets de l'entreprise (1) ; il supporte, par contre, les risques et les pertes dans les mêmes proportions.

L'obligation, au contraire, est un titre de créance donnant droit à un intérêt payable à des époques fixes, et qui représente des capitaux prêtés à une entreprise, à un département, à une ville ou à une colonie. Il existe une sorte d'obligation remboursable dans un court délai, avec ou sans intérêt, que l'on appelle un *bon*, et qui peut être munie ou non d'un lot.

Ces différences entre actions et obligations sont à peu près les mêmes dans tous les pays.

Mais en Angleterre on trouve de plus, parmi les titres de la catégorie actions, les « shares » et les « stocks ». La « share » est semblable au titre auquel on est accoutumé en France ; elle peut être nominative ou au porteur. Le « stock » représente exactement la part du détenteur dans l'entreprise ; il est sa propriété personnelle, il est essentiellement nominatif ; le détenteur peut le céder, soit par fraction, soit en totalité.

II. — Tous ces titres de rente, actions, obligations et bons sont considérés comme moyens de placement, ou comme objets de spéculation. Ils peuvent être au porteur, nominatifs ou mixtes.

Le titre au porteur ne possède qu'un numéro d'ordre,

(1) Le dividende est la part de bénéfice qui revient à chaque action.

alors que le titre nominatif porte aussi l'indication du nom, prénoms et domicile de son propriétaire. Le premier peut être négocié par l'intermédiaire, soit d'un agent de change, sur le marché officiel, soit d'un banquier-coulissier, sur le marché libre. Le second ne peut être négocié que par l'intermédiaire d'un agent de change. Le titre au porteur est transmis par simple tradition, ce qui lui donne une grande facilité de circulation. Il est particulièrement recherché pour les placements temporaires, surtout quand le capital qu'il représente est complètement versé. Il est le type même du titre français, tandis que la forme typique du titre anglais est la forme nominative ; presque tous les titres, à la Bourse de Londres, sont nominatifs.

La seule exception intéressante est celle des fonds d'Etats étrangers, dont la plupart sont représentés par des titres au porteur. Par contre, le mode de transmission du titre nominatif, en France, est plus compliqué qu'en Angleterre (1).

En France, il faut détruire l'ancien certificat et en faire établir un nouveau ; il faut que le transfert soit constaté sur les livres de la société émettrice ; l'agent de change

(1) En Angleterre, la législation des incapables est bien moins rigoureuse ; c'est ainsi que la femme mariée n'a pas besoin de l'autorisation maritale pour aliéner ses valeurs mobilières. Pas d'examens préalables dans des dossiers volumineux, qui entravent les réalisations de ce genre de titres à la Bourse de Paris ; car, en Angleterre, c'est l'acheteur définitif qui est responsable et c'est contre lui, et non contre le « broker », c'est-à-dire le courtier, que l'attaque est dirigée, étant entendu que le vendeur connaît le nom et même l'adresse de son véritable acheteur, et que le « broker » n'est pas obligé d'observer le secret professionnel.

est tenu de vérifier les signatures et de veiller à ce que la législation si complexe, relative aux incapables, soit parfaitement respectée.

Il est évident que la forme au porteur est plus commode pour les capitalistes (1), les intermédiaires et surtout les spéculateurs, que la forme nominative. Pourtant, les Anglais méconnaissent ses avantages. Ils préfèrent les titres nominatifs parce que le système des oppositions sur les titres au porteur, perdus ou volés, ne fonctionne pas chez eux. Mais, quand on leur demande pourquoi ils se sont refusés à adopter le système des oppositions pour ces titres, ils répondent qu'ils n'y ont aucun intérêt, attendu qu'ils n'ont que des titres nominatifs. Dans ce cercle vicieux, Paris reste toujours en désaccord avec Londres.

Les formalités du transfert de titres nominatifs nécessitent, à la Bourse de Paris, un délai plus ou moins long, dont le maximum a été fixé par le règlement des agents de change, à la cinquième bourse (2) à partir de la *remise des noms*, — c'est-à-dire depuis que l'agent de change acheteur a remis à son collègue, avant la bourse qui suit celle où la négociation a été faite, le bulletin signé de lui, indiquant la quotité des effets soumis au transfert et le prix convenu. Si avant la sixième bourse à partir de la négociation, l'effet n'a pas été livré, l'agent acheteur est tenu de prévenir son vendeur, par le moyen d'une *affiche visée* par un des membres de la chambre

(1) Son inconvénient est qu'il n'offre aucune garantie en cas de vol ou de perte.
(2) Art. 49.

syndicale et apposée dans un tableau placé à cet effet, que, à la bourse du lendemain, il fera racheter le dit effet, aux risques et frais du vendeur. L'exécution peut être plus rapide, quand un agent de change est détenteur de capitaux et de titres à la suite d'ordres d'opérations en sens contraire de clients divers.

Les titres nominatifs et au porteur ne sont pas les seuls qui se négocient à la Bourse. Il y a une troisième espèce à laquelle on a donné le nom de *titres mixtes* : ils sont nominatifs parce qu'ils ne peuvent être cédés que par une déclaration de transfert, mais ils sont munis de coupons qui se détachent de l'inscription du titre et qu'il suffit de présenter, comme ceux des titres au porteur, pour toucher les arrérages.

III. — Les valeurs mobilières se traitent sur deux grands marchés bien distincts. Le premier est le *marché officiel*, ou *Parquet ;* il est tenu par les agents de change qui sont des officiers ministériels institués auprès des Bourses. Ces agents de change ayant le monopole de la négociation des valeurs mobilières admises au marché officiel, ont, seuls, qualité pour constituer les cours. Cette constatation est faite à chaque jour ouvrable de la Bourse au moyen de la cote officielle qui est publiée par les soins de la Chambre syndicale des Agents de change. La Chambre syndicale de Paris a le droit d'accorder, de refuser ou de suspendre la négociation, soit au comptant, soit à terme d'une valeur autre que les fonds publics (1).

(1) Pour l'admission à la cote officielle des valeurs étrangères, l'autorisation du ministre des finances est nécessaire.

Le second marché est celui que l'on appelle *le marché libre, ou en banque*, sur lequel se négocient les valeurs mobilières non admises au Parquet. Ce marché n'a pas une existence légale reconnue comme le marché officiel, mais il est admis officieusement, et il est tenu par des banquiers que l'on désigne sous le nom de coulissiers. Il comprend un marché au comptant et un marché à terme, pour chacun desquels il existe un « syndicat de banquiers ». Ces deux syndicats publient, à l'instar du marché officiel, une cote des cours divisée, depuis 1912, en deux parties bien distinctes : la première, consacrée au marché au comptant des valeurs en banque ; la seconde, au marché à terme des valeurs en banque. Cette cote est, d'ailleurs, loin d'enregistrer la totalité des valeurs mobilières négociées en banque.

Si l'on compare le marché officiel et le marché en banque, on constate que le Parquet obéit à des règlements minutieux, soit dans son statut, soit dans ses négociations ou sa cotation, lesquels lui sont imposés pour des raisons d'ordre public et d'intérêt général, tandis que le marché en banque est bien plus librement constitué, les deux syndicats des banquiers étant assujettis à une réglementation assez souple, qui se concilie mieux avec la liberté du marché en banque.

Naturellement, les valeurs admises à la cote officielle offrent à l'épargne plus de garantie que celles qui s'émettent et se négocient sur le marché libre, par suite de la surveillance sérieuse de la Chambre syndicale des Agents de change. Cependant, ce marché libre a une influence efficace sur les nouvelles entreprises, et même sur les

emprunts lancés depuis peu, parce qu'il permet plus facilement les combinaisons spéculatives (1).

Cette distinction importante entre les deux marchés disparaît en Angleterre. A la Bourse de Londres, il n'y a qu'un seul marché qui est régi par les règlements de la Société qui a formé le Stock Exchange. Le Comité du Stock Exchange a, sous sa surveillance, la publicité d'une cote qui est un journal privé, bien qu'elle soit intitulée *Official list*, c'est-à-dire cote officielle. Nul ne peut contester le droit que le Comité exerce souverainement, d'accepter ou de rejeter les demandes d'inscription à la cote officielle. Ce contrôle du Comité qui est considéré comme un élément de garantie et de sécurité s'exerce uniquement sur les valeurs cotées. Par conséquent, les valeurs cotées sont celles que le Comité a estimé plus intéressantes que les autres, et dignes d'offrir des garanties dans l'avenir. Cette *Official list* ne contient pas toutes les valeurs négociées au Stock Exchange.

IV. — Dans un pays comme la France où les relations internationales sont assez développées, l'admission des valeurs étrangères évite des déplacements d'espèces et rend plus aisés les règlements de place à place. Autrefois, on redoutait, comme un danger pour l'épargne nationale, l'introduction des mauvaises valeurs étrangères. Les règlements défendaient que les négociations de ces valeurs étrangères eussent lieu à la Bourse ; elles étaient donc dépourvues de garantie légale. C'est l'ordonnance royale du 12 novembre 1823 qui permit d'intro-

(1) V. *infra*.

duire à la cote officielle des valeurs provenant des emprunts de gouvernements étrangers. Ce ne fut qu'à la date du 6 février 1880, que l'insertion à la cote officielle des valeurs étrangères fut nettement autorisée.

En Angleterre, toutes les valeurs qui circulent, soit dans l'Empire Britannique, soit à l'étranger, peuvent être négociées, en principe, au Stock Exchange, sous réserve des règles et usages plus haut rappelés concernant l'inscription à la liste officielle. Mais, des restrictions ont été apportées à ce principe pour les valeurs émises après le 8 août 1921 ; à partir de cette date, il faut l'autorisation spéciale du Comité pour négocier ce genre de valeurs. En tous cas, les transactions sur les valeurs étrangères étaient admises au Stock Exchange depuis longtemps.

Aujourd'hui, une grande partie des valeurs des marchés du monde traversent constamment les frontières. Aussi beaucoup d'entre elles, comme les fonds d'Etats, les obligations des grandes villes, les actions de chemins de fer, sont cotées sur les principales Bourses du monde et sont, à cause de cela, appelées *valeurs internationales*.

Ce sont, en général, les capitalistes des pays où les capitaux sont abondants, et l'intérêt bas, qui deviennent acquéreurs des valeurs étrangères, surtout de celles des pays jeunes ou des nations obérées.

CHAPITRE II

Le Public de la Spéculation

Le public qui fréquente les Bourses donne un reflet assez exact de la réglementation exacte du marché, de son importance et de ses tendances plus ou moins spéculatives.

On constate que le public des Bourses varie, en fonction de caractères qui ne sont pas identiques sur tous les marchés, dans sa composition, dans sa mentalité, selon des nuances infinies. Sur tous les marchés on trouve, en général, des *capitalistes* qui fournissent l'argent au marché, des *spéculateurs*, qui font circuler l'argent des capitalistes et celui qu'ils ont eux-mêmes, en le jetant sur le marché, et enfin des intermédiaires, qui rapprochent et qui abouchent capitalistes et spéculateurs.

En parlant du public de la spéculation, nous resterons fidèles aux deux grands marchés, que nous avons déjà examinés au point de vue de la matière de la spéculation, celui de Paris et celui de Londres.

SECTION I

Les Capitalistes

Définition . Les capitalistes-spéculateurs - Les reporteurs.

On entend par *capitaliste*, au sens propre du mot, *le bon père de famille*, qui cherche à faire des placements sûrs et permanents, ayant des chances de plus-value au moins égales à l'intérêt des capitaux qu'il immobilise ainsi. Ce genre de capitaliste ne fréquente pas les bourses, les placements ne sont pas, non plus, pour eux, le résultat d'une occupation professionnelle. Les usages de la place ne les intéressent pas directement. Ils constituent dans la vie économique, la contre-partie des gouvernements, des fondateurs de sociétés anonymes, et des véritable spéculateurs, lesquels s'interposent entre ces capitalistes, et ces emprunteurs ou ces fondateurs.

Bien souvent, ce sont des capitalistes qui trouvent qu'il est mal de fréquenter la Bourse. Pourtant, on rencontre toute une catégorie de capitalistes dans les Bourses ; ce sont ceux qui achètent des valeurs, non pas pour *placer* leur fortune, mais dans l'intention bien arrêtée de les rendre avec gain le plus promptement possible, l'intérêt ou le dividende n'étant pour eux qu'accessoire. On les voit toujours prêts à profiter des fluctuations de cours les plus minimes, à chercher, dans une différence entre deux cours, un bénéfice variable.

Il est vrai qu'ils n'achètent jamais qu'au comptant et que dans les limites de leur fortune. Ces capitalistes, que l'on peut appeler des capitalistes-spéculateurs, pratiquent, en somme, une spéculation au comptant assez timide. Mais ce genre de spéculation constitue pour eux une tentation dangereuse, car ils vont d'une valeur à l'autre au gré de leurs inspirations ou de leurs caprices, sans avoir de connaissances précises touchant les combinaisons spéculatives et la situation financière du marché. Le désir de réaliser des bénéfices plus élevés ou de rattraper une perte subie les conduit au marché à terme, où le jeu les ruine, avant qu'ils soient au courant des usages du marché aussi bien que de vrais spéculateurs. Cette tentation est fatale au plus grand nombre des capitalistes-spéculateurs, lesquels ne peuvent résister par manque d'argent ou de capacité, en face des grands capitalistes ou des puissants spéculateurs. Ils nuisent à eux-mêmes, et au pays, par l'impulsion désordonnée qu'ils peuvent donner aux cours.

Il y a, aussi, à la Bourse, des capitalistes qui font des reports. Le report offre aux capitaux disponibles un placement plus lucratif que tout autre, surtout pour le capitaliste qui veut faire fructifier son argent dans un temps très court : un mois, quinze jours et même moins. Ce besoin, joint à l'intérêt élevé que rapportent les capitaux employés en reports, attire à chaque liquidation, sur les grandes places financières, un grand nombre de capitaux.

Parmi les capitalistes qui opèrent ainsi, on rencontre de petits rentiers, de petits actionnaires et jusqu'à ceux qui disposent de sommes considérables pour se livrer sur une plus vaste échelle à ce genre d'opérations. En France, les capitalistes ne constituent pas une classe,

à proprement parler, car la bourgeoisie cherche à asseoir sa fortune à la fois sur la propriété bâtie, sur la terre, et sur les valeurs mobilières. En Angleterre, les personnes vivant exclusivement du revenu de leurs valeurs mobilières sont plus nombreuses.

Mais il y a un point commun dans les deux pays aux acquéreurs de la plus grande partie des valeurs de bourse, c'est qu'ils n'abandonnent pas leurs professions manuelles, ou commerciales, ou habituelles, ou libérales.

SECTION II

Les Spéculateurs

Définition.
Spéculateurs à la hausse ou à la baisse.
La Haute Banque.
Les puissants spéculateurs.

On appelle spéculateurs ceux qui font en Bourse des opérations aléatoires, en vue de réaliser un bénéfice sur les fluctuations des cours. Chez eux, ni l'expérience, ni la science des combinaisons, ni le travail intellectuel ne font défaut. Ils ne sont pas crédules comme les non professionnels, qui se laissent entraîner par les apparences du marché et qui risquent de perdre ainsi leur fortune. Ces spéculateurs de métier, dépensent d'énormes efforts pour arriver à prévoir l'état réel du marché quant aux offres et aux demandes, et à conjecturer les événements qui, d'une liquidation à l'autre, peuvent le modifier. Il est évident que les mouvements des cours sont dominés non seulement par les faits économiques, mais aussi par les événements politiques, intérieurs ou extérieurs et par

l'état financier du marché. En outre, les fluctuations des cours obéissant encore aux tendances morales des hommes, sont fonctions du tempérament des peuples, du caractère, des mobiles cachés ou de l'instinct des individus ; car tout acte économique relève de la psychologie. Voilà pourquoi on trouve toujours, en temps de prospérité, comme en période de crise, des spéculateurs à la hausse, ou *haussiers*, et des spéculateurs à la baisse, ou *baissiers*. Il y a toujours « un partner pour faire la partie » (1) ; l'un croyant à la hausse, l'autre à la baisse.

Les Anglais désignent d'un mot expressif les haussiers, qu'ils appellent *taureaux* (bulls), parce qu'ils ont confiance et portent la tête haute, et les baissiers qu'ils nomment *ours* (bears) parce qu'ils pressentent les événements fâcheux et vont la tête basse.

D'une façon générale, les spéculateurs qui prévoient la hausse, achètent, et ceux qui prévoient la baisse, vendent.

Pendant les périodes calmes qui sont relativement longues, les valeurs tendent normalement à s'élever, sauf quelques réactions passagères sans importance ; on dit, dans le langage de la Bourse, que le marché est *ferme*. Dans cette période de prospérité, un nombre considérable de spéculateurs s'engage à la hausse, et réalise des bénéfices à chaque liquidation. Les capitalistes, qui forment la plus grande contre-partie des spéculateurs, voient avec faveur cette hausse et achètent d'autant plus volontiers que le prix des valeurs augmente. C'est un fait qui peut étonner, à première vue, mais qui dénote la dispo-

(1) Bozérian, op. cit., p. 25.

sition d'esprit la plus fréquente dans le public. Les syndicats d'émission, la Haute Banque et les puissants spéculateurs, en profitent souvent, pour surexciter la hausse d'une certaine valeur ; une fois l'impulsion donnée, le public maintient par ses achats une hausse assez durable pour leur permettre de réaliser des bénéfices énormes, et même de se tenir prêts à opérer en sens inverse en cas de baisse inopinée.

Naturellement, cette hausse ne peut pas continuer indéfiniment ; une période de hausse prolongée entraîne, presque fatalement, une chute des cours. Les spéculateurs à la baisse qui ont pu attendre ce jour, sans être ruinés, sont, alors, seuls à opérer sur le marché. Leurs profits sont beaucoup plus grands que ceux des spéculateurs à la hausse, parce que la chute est toujours plus rapide que la hausse. Mais, cette position à la baisse, est plus rare aussi car elle n'est possible qu'à de très gros spéculateurs.

L'opinion publique n'est jamais de leur côté, parce qu'ils s'enrichissent des dépouilles de la majorité des épargnants et tirent profit des malheurs du pays. Napoléon Ier les considérait comme des ennemis publics : « N'est-il pas évident que ceux qui jouent constamment » à la baisse annoncent peu de confiance dans le gouver- » nement. Sous un gouvernement qui ne veut que la » gloire et la prospérité du pays, la hausse des effets » publics devant être progressive, il ne devait plus y » avoir de spéculation à la baisse » (1).

Mais, cette lutte entre haussiers et baissiers, est absolument nécessaire à la continuité des transactions qui assure à la spéculation son rôle économique sur le marché financier, surtout comme régulateur des prix. Il est évident que le public et les hommes d'affaires, ont intérêt à ce que la spéculation à la hausse rencontre un frein, grâce aux baissiers ; sinon l'élévation croissante des matières premières et des produits de toute sorte finirait par arrêter la consommation. C'est ce que l'éminent économiste, Léon Say (1), rappelle en ces termes : « Les » entraînements à la hausse sont les pires ennemis des » affaires sérieures, ils sèment toujours la ruine, et » cependant au moment où tombe cette terrible semence, » on la célèbre comme un bienfait. » Le public optimiste, qui suit les haussiers, s'affole quand la baisse affecte le marché. Ses pertes augmentent encore, si les baissiers ne se bornent pas à profiter de la légitime réaction de la baisse, et s'ils l'exagèrent, soit en provoquant la panique, soit en multipliant au début les ventes à découvert qui précipitent la chute des cours.

Au nombre des spéculateurs qui ont une influence directe et prépondérante sur le marché, il faut compter la Haute Banque.

Recélant, dans ses coffres, une grande quantité d'argent et de titres, la Haute Banque est le spéculateur au comptant par excellence. Elle trouve dans les périodes de hausse et de baisse l'occasion de grandes fortunes. Quand les cours sont en baisse, les financiers qui la dirigent emmagasinent pendant de longs mois des stocks

(1) Comte Mollien, op. cit., I, p. 251.

(1) « Des interventions à la Bourse depuis cent ans », p. 37.

considérables de valeurs à bon marché, avec l'intention de les revendre plus tard quand la hausse se produira à nouveau. Ils ne sont pas obligés, comme les sociétés de crédit ou les spéculateurs de second ordre, de trouver une plus-value dans leur portefeuille à chaque inventaire semestriel. Leur intervention n'est pas inutile au bon fonctionnement du marché, parce que la Haute Banque favorise par ses achats un mouvement de reprise, et par ses ventes elle aide à freiner les emballements des haussiers.

A côté de la Haute Banque, il faut mentionner ces puissants spéculateurs que l'on appelle les hauts barons ou les magnats de la Finance. Ces grands spécialistes surveillent toujours le marché et y interviennent de temps à autre avec une supériorité écrasante, par rapport à la foule des spéculateurs ordinaires.

Comme l'indique Courtois dans son traité, ces grands financiers prennent souvent en mains la direction du marché et, par des combinaisons plus ou moins savantes, peuvent arriver dans une certaine mesure à imposer de gré ou de force à tous leur propre opinion, et à déterminer ainsi le mouvement qu'ils désirent (1).

Ces grands spéculateurs professionnels éclairés sur le mouvement réel du marché financier, ne se laissent pas influencer par de fausses apparences. Ils s'approvisionnent de titres à bon compte et s'en débarrassent avantageusement. Leur art consiste à laisser d'abord sa pleine liberté au marché, à surveiller simplement alors le changement de mains des titres (1), en ne favorisant pas la hausse quand il y a des raison sérieuses de baisse, ou réciproquement. Mais quand un nouvel événement politique ou économique leur permet d'influencer les cours, soit à la hausse, soit à la baisse, ils apparaissent aussitôt sur le marché, exagérant l'importance dudit événement par une série de manœuvres habiles susceptibles de leur donner des gains considérables. En général, ils mènent une campagne de hausse suivie d'une campagne de baisse.

(1) Courtois, op. cit., p. 41.

Si l'on étudiait à fond l'histoire des marchés financiers, on trouverait bien des exemples de ces grands spéculateurs professionnels, tels celui de Nathan Mayer-Rotschild au Stock Exchange, le 18 juin 1815, après la bataille de Waterloo, ou de la conversion à la Bourse de Paris en 1873, des opérations de Jay Gould au Stock Exchange de New-York, en 1873 sur l'or, et en 1890, sur les titres du « Pacific Railway » (2).

Il importe de remarquer, d'ailleurs, que la Haute Banque et ces puissants spéculateurs ne se tirent pas toujours eux-mêmes indemnes d'une crise, survenue à la suite d'un événement imprévu et subit ou d'une concurrence acharnée et ruineuse, comme le krach Baring en

(1) Ce changement de mains est précieux pour les spéculateurs : parce qu'une fois le titre acheté par des capitalistes désireux de le mettre en portefeuille, ou encore par des sociétés de crédit, des banquiers ou des spéculateurs, qui en prendront livraison à la fin du mois, toutes les chances sont en faveur de la hausse. Mais, si l'achat est effectué par des spéculateurs au jour le jour, ne disposant que de capitaux d'emprunts et obligés de revendre à la première alerte, les chances sont du côté de la baisse.

(2) Claudio Jannet, op. cit., p. 379-380.

1890, l'affaire du Panama en 1893, ou encore le krach des Métaux en 1889 (Secrétan trust du cuivre) qui a entraîné celui de l'Union Générale.

SECTION III

Les Intermédiaires

En principe les capitalistes et les spéculateurs pourraient intervenir à la Bourse, directement et sans intermédiaires. Même l'article 76 du Code de commerce qui a conféré un monopole aux agents de change, ne défend pas aux autres de traiter, eux-mêmes, les opérations de Bourse. Mais, ce procédé aurait le désavantage de rendre les transactions difficiles. Les acheteurs et les vendeurs, de la sorte, trouveraient avec peine l'occasion de s'aboucher, au moment où le besoin s'en fait sentir. Il aurait, aussi, l'inconvénient de rendre les transactions incommodes et dangereuses pour le public, par suite de l'ignorance où l'on serait, le plus fréquemment, de l'honnêteté et de la solvabilité de la contre-partie.

Les parties ne pourraient, non plus, garder un incognito qui est souvent indispensable à la réussite des combinaisons de spéculation. Plus que partout ailleurs, il est nécessaire de pouvoir tenir à la Bourse, ses actions secrètes : d'où un secret professionnel, indispensable, et particulièrement strict. Les intermédiaires y sont donc non seulement utiles, mais nécessaires. Ils rendent les opérations plus rapides et plus sûres, et grâce à eux, le capital peut circuler plus vite.

Deux catégories d'intermédiaires, bien distinctes, opèrent sur le marché de Paris, chacune dans sa sphère respective : les agents de change, et les coulissiers, ou banquiers en valeurs.

Les premiers sont des intermédiaires officiels, en nombre limité, auxquels le gouvernement, moyennant certaines conditions intellectuelles, morales et pécuniaires qu'il leur impose, a accordé le monopole des négociations sur le marché officiel.

Au contraire, les seconds doivent leur existence à une nécessité de fait et non à la loi, et traitent les valeurs que les premiers ne négocient pas. Ces deux sortes d'intermédiaires sont les seules qui opèrent directement sur le marché des valeurs mobilières.

Il en existe d'autres qui se placent entre ces intermédiaires directs, et les capitalistes ou les spéculateurs : ce sont les sociétés de crédit, les banquiers, et les remisiers. Mais ces trois catégories n'ont pas beaucoup d'importance comme intermédiaires entre spéculateurs.

Les sociétés de crédit s'écartent, par principe, des marchés à terme, et, d'autre part, elles aident la spéculation au moyen de leurs capitaux.

Parmi les banquiers, il y a la Haute Banque, dont nous avons déjà parlé en tant que spéculatrice. Il faut remarquer que malgré toute liberté juridique pour y accéder, le nombre de ses membres est limité. Certes, on trouve également des banquiers moins importants. Toutefois, ceux-ci ne s'occupent que de placements et non de spéculation.

Les remisiers, enfin, sont les représentants des clients

auprès des agents de change et des coulissiers. Le remisier reçoit, de ces derniers, une partie du courtage, appelée remise.

Nous donnerons, ici, quelques explications pour montrer le rôle actif des intermédiaires principaux que nous venons de nommer : les agents de change et les coulissiers.

I. — Les Agents de Change (1)

Définition.
Conditions qui leur sont imposées.
Le secret professionnel.
Exposé historique.
Parquet.
Solidarité.
Chambre Syndicale.

Les agents de change sont des officiers ministériels nommés par décret du Président de la République sur proposition du Ministre des Finances, et chargés par la loi (art. 76 du Code de Commerce) (2) du monopole de la négociation exclusive des effets publics, des valeurs cotées et des valeurs susceptibles d'être cotées.

L'agent de change dont la nomination est soumise à

(1) Ambroise Rendu, p. 29 et suiv. Bozérian, p. 28 et suiv. J. Charousset : « La Bourse et ses opérations légales », 14e éd., p. 29 et s. « Essai sur la réorganisation du marché financier », Paris, 1889. H. Fontaine : « La Bourse et ses opérations légales », 14e éd., p. 13. Hamburger, p. 34 et suiv. Courtois, p. 12 et suiv. Robert Milles : « La grammaire de la Bourse », p. 155 et suiv.

(2) « Les agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire la négociation des effets publics et autres, susceptibles d'être cotés », art. 76 du Code de Commerce.

des conditions pécuniaires (1), de capacité et de moralité (2), doit, comme tout officier ministériel, prêter un serment professionnel devant le Tribunal de Commerce. Mais, étant assujetti au paiement d'une patente, l'agent de change est un véritable commerçant. Pourtant, il doit se renfermer dans le rôle exclusif de courtier qui vend et qui achète pour le compte d'autrui, sans être autorisé à donner des conseils ou à discuter la valeur réelle d'une opération de placement ou de spéculation, sous peine d'exposer sa responsabilité civile. Restriction d'autant plus regrettable que l'expérience de la Bourse et la pratique des affaires que possèdent les agents de change restent sans effet utile sur le public.

Les agents de change doivent garder le secret le plus absolu sur le nom des personnes qui les ont chargés de négociation, à moins que les intéressés eux-mêmes ne consentent à se faire connaître, ou que la nature des opérations ne l'exige impérieusement (art. 40 du décret du 7 octobre 1890).

L'origine de leur institution se confond avec celle des Bourses de Commerce et des courtiers en marchandises.

(1) L'office de ce courtier privilégié, constitue *une charge* dont l'agent est personnellement titulaire. Cette charge est héréditaire, elle se vend et s'achète conformément à la loi. L'agent de change peut s'adjoindre des associés commanditaires jusqu'à concurrence de 75 p. 100 du montant de la valeur de la charge.

(2) Pour être admis agent de change, il faut être Français, avoir vingt-cinq ans accomplis, jouir de ses droits civils et politiques, avoir satisfait aux obligations du service militaire, produire un certificat établissant que le postulant a travaillé pendant quatre ans chez un agent de change, chez un notaire, dans une maison de banque ou de commerce.

Ces intermédiaires, connus alors sous le nom de *courratiers*, parce qu'ils faisaient métier de courir après les marchands, prirent sous le règne de Charles IX, en 1572, le nom de *courtiers de change et de banque*. Mais cet édit, qui tenta de rétablir en leur faveur un monopole, demeura lettre morte. Ce fut sous Henri IV seulement que la liberté de cette fonction reçut une première atteinte, par un arrêt du Conseil du 15 avril 1595, qui en fixa le nombre à 8. Ce n'est que par un autre arrêt du Conseil du 2 avril 1639, que les intermédiaires des négociations des effets publics sont nommés des *agents de change*, en les distinguant des intermédiaires de la vente des marchandises qui ont conservé, seuls, le nom de *courtiers*. Leur nombre fut fixé à 30. Ce monopole n'empêcha pas le jeu et l'agiotage de la rue Quincampoix ; et il fut, au contraire, la victime de la chute du système de Law, en 1720, qui en amena la suppression. Rétabli par l'arrêt du Conseil de 1724, qui organisa la Bourse de Paris, et porta le nombre des agents de change à 60, ce monopole fut remplacé, à la Révolution, par le principe de la liberté, avec la seule obligation de payer une patente, liberté qui introduisit à la Bourse la fraude et l'escroquerie, ce qui entraîne fatalement la destruction de tout système économique et de tout crédit public. On comprit rapidement qu'il était urgent de retourner à l'ancien régime. C'est la loi du 28 ventôse, an IX, qui acheva le retour au monopole. Ce droit exclusif de constater les cours du change fut renforcé, encore, par l'arrêté du 27 prairial, an X, et passa ensuite dans l'article 76 du Code de Commerce.

Les agents de change de Paris sont maintenant au nombre de 70 et leur réunion constitue le *Parquet*, ou la *Compagnie des agents de change de Paris*.

On appelle le *Parquet* l'endroit réservé, au Palais de la Bourse, entouré d'une grille à hauteur d'appui, où les agents de change se tiennent pendant la durée de la bourse officielle, de midi et demi jusqu'à 2 heures et demie, tous les jours ouvrables. Tout le monde peut, pendant la séance, s'approcher d'eux et leur transmettre de vive voix ses ordres. Au milieu, se trouve un endroit, qu'on nomme *la corbeille*, qui est entourée également d'une grille, et autour de laquelle les agents de change, rangés en cercle, s'offrent à haute voix, pendant la séance, les valeurs qu'ils sont réciproquement chargés d'acheter ou de vendre. Aussitôt que le marché est conclu entre deux agents, il est inscrit au crayon, par eux deux, sur le petit carnet qu'ils ont à la main, et dont la forme est déterminée par la Chambre syndicale des agents de change, pour être ainsi transcrit sur les registres réguliers dont la tenue est imposée à tous les agents de change.

Devant l'extension de plus en plus grande des affaires, la Corbeille a dû se subdiviser en groupes : elle est, actuellement, partagée en cinq groupes pour le comptant, et autant pour le terme. Les agents de change doivent s'occuper en personne des opérations à terme ; il ne leur est permis de s'y faire remplacer que par un confrère.

Au contraire, ils peuvent se faire représenter par un des commis principaux, appelés *teneurs de carnets*, dans

les corbeilles latérales, et dans les compartiments réservés aux opérations du comptant, par des *commis au comptant*.

L'agent de change qui est rémunéré par une somme variable nommée *courtage*, payée par le client pour chaque opération, doit s'assurer de la solvabilité de ce client. En principe, quand il s'agit d'une opération au comptant, celui-ci lui remet d'avance les titres ou l'argent ; mais, lorsqu'il s'agit d'un marché à terme, on ne dépose ni les titres, ni la somme ; et l'agent de change, quand il le juge nécessaire, se fait couvrir, en général, contre l'éventualité de non-paiement, par le dépôt d'une provision presque égale aux différences nécessaires pour régler l'opération. Cette provision est appelée *la couverture*.

Si un agent de change se voit entraîné dans la chute de ses clients, à la suite d'un coup de bourse ou d'un excès de spéculation, tous les agents de change se solidarisent pour éviter le dommage moral qui incombe à la Compagnie à cause de cette défaillance. Cette solidarité, avant de devenir légale par le décret du 29 juin 1898, a été pendant longtemps une simple solidarité de fait.

Les agents de change se réunissent chaque année en assemblée générale pour élire une Chambre syndicale composée d'un syndic et de six adjoints. Cette chambre syndicale doit veiller à la protection des intérêts généraux des agents de change, et examiner si les candidats aux fonctions d'agents de change remplissent bien les conditions légales. Elle surveille la manière dont chacun les agents de change traite ses affaires et juge des contestations qui peuvent s'élever entre eux. Elle administre

la caisse commune, exécute les règlements de la liquidation centrale, et établit les cours de compensation pour toutes les valeurs qui se traitent à terme.

II. — Les Coulissiers (1)

Origine de leur nom.
Leur existence de fait.
Relations entre agents de change et coulissiers.
Les syndicats des banquiers en valeurs.

La désignation de « coulissiers » tire son origine de cette circonstance que, dans un des anciens locaux destinés à la Bourse de Paris, se trouvait un couloir qui se prolongeait jusqu'au Parquet, où se réunissaient les spéculateurs qui négociaient sans le concours des agents de change. Ce couloir portait le nom de *coulisse*, et ceux qui le fréquentaient furent appelés des *coulissiers*.

L'organisation de la Compagnie des agents de change présente un certain nombre d'inconvénients qui sont la contre-partie nécessaire des avantages qu'elle assure. Ces avantages qui sont la sauvegarde du public et qui constituent la raison d'être de la Compagnie des Agents de Change, sont : la limitation des agents à un nombre fixe ; l'interdiction d'avoir des délégués à l'étranger ; la défense imposée aux agents de faire des opérations pour leur propre compte ; la solidarité entre les agents.

Nous allons voir maintenant comment la contre-partie de ces avantages a fait surgir à la Bourse de Paris, en

(1) Buchère, op. cit., p. 23 et 3. H. Fontaine, op. cit., p. 28 et s. Charousset, op. cit., p. 76. Hamburger, op. cit., p. 42 et s. Robert Milles, op. cit., p. 163.

dehors des intermédiaires légaux, une autre classe d'intermédiaires, qui assistent régulièrement les spéculateurs et qui, sans avoir aucun caractère officiel, y jouent un rôle très actif.

En effet, la limitation stricte du nombre des agents de change ne cadre plus avec l'augmentation constante des affaires. L'évolution rapide du marché exigerait un nombre beaucoup plus élevé d'intermédiaires légaux de cette sorte. L'interdiction d'avoir des délégués à l'étranger a laissé, dans les relations financières internationales, surtout sur un grand marché comme celui de Paris, une lacune qui devait être comblée par d'autres intermédiaires : les « coulissiers », lesquels sont devenus l'organe principal de ces relations internationales. La défense, d'ailleurs bien illusoire, faite à l'agent de change de ne pas opérer pour son propre compte, a eu comme conséquence qu'il ne peut acheter ou vendre que s'il trouve immédiatement sur le marché la contre-partie de l'opération, ce qui devait obliger fréquemment les spéculateurs à recourir aux autres intermédiaires, aux « coulissiers » qui sont libres de leurs mouvements. Enfin, la crainte de la lourde responsabilité qu'implique la solidarité imposée aux agents, a poussé la Chambre syndicale à enserrer ses membres dans une réglementation minutieuse et à leur interdire toute une catégorie d'opérations. C'est ce souci qui entraîna surtout la discrimination établie entre les valeurs admises à la cote officielle, et celles, qui ne l'étant pas, furent négociées dès lors par l'intermédiaire de la coulisse.

La question de savoir si l'on devait tolérer l'existence

de fait des coulissiers a été pendant longtemps l'objet d'une lutte acharnée entre les agents de change, intermédiaires légaux, et les coulissiers, courtiers sans mandat régulier. Mais le besoin qu'on avait de ceux-ci, et qu'on pouvait nier de moins en moins, à mesure qu'il se faisait sentir davantage dans le triple domaine de la spéculation, du crédit public et des entreprises nouvelles, nécessita la reconnaissance de l'existence officieuse de la coulisse à côté de l'organisation officielle du marché. Les coulissiers vivent aujourd'hui en parfaite intelligence avec les agents de change. Le rôle que jouent ceux-ci est, en quelque sorte, conservateur ; ils sont un élément indispensable de sûreté et de solidarité qui trouve dans la coulisse un contre-poids nécessaire à la rénovation et au progrès du marché. Les coulissiers sont devenus, grâce à l'extension des affaires qu'ils traitent, les meilleurs clients du Parquet. Ayant limité leur nombre dans les deux syndicats, ils offrent plus de garantie personnelle qu'autrefois, dans un temps où il s'en trouvait déjà beaucoup pour traiter sérieusement les affaires de leurs clients, mais auxquels se mêlaient des hommes sans moralité, ni loyauté, qui leur infligeaient à tous une réputation douteuse.

Les coulissiers continuent à opérer aussi pour leur propre compte ; mais la plupart font surtout les affaires des tiers, en se faisant payer courtage tout comme les agents de change. Parfois, ils n'opèrent pas en personne, ils se font remplacer par leurs commis, appelés « *teneurs de carnets* ».

Le marché en banque comporte deux marchés bien

distincts, qui se tiennent chacun sous le péristyle, pendant, et après la Bourse : le marché des valeurs à terme, et le marché des valeurs au comptant. Chacun d'eux a ses membres en nombre limité, et réunis en syndicat. Il existe donc deux syndicats : le syndicat des banquiers en valeurs à terme, et celui des banquiers en valeurs au comptant, lesquels font publier sous leur surveillance la cote de la coulisse.

SECTION IV

Le Public du Stock-Exchange

Le public du Stock Exchange de Londres est tout à fait différent de celui de la Bourse de Paris. L'entrée du Stock Exchange est interdite au public ; seules, les personnes auxquelles le Comité a conféré le droit d'admission peuvent y entrer. Cette admission est annuelle, ce qui donne au Comité une surveillance périodique sur l'ensemble des membres du Stock Exchange. C'est une des sauvegardes essentielles du marché. « Ce système donne » à la direction la faculté d'éliminer périodiquement, » sans explications pénibles ou scandale, les collègues » devenus suspects, sans s'être cependant exposés à l'un » des cas formels d'exclusion prévus par le règle- » ment » (1).

Le public de la spéculation à la Bourse de Londres comprend donc, d'abord, les membres du Stock Exchange, c'est-à-dire les jobbers et les brokers, et en second lieu les capitalistes et les spéculateurs, qui négo-

(1) Robert Milles, op .cit., p. 566.

cient, par l'intermédiaire des brokers, sans pouvoir entrer eux-mêmes à la Bourse, et qui jouent le même rôle que ceux de la Bourse de Paris dont nous venons de parler. Nous ne nous occuperons, ici, que des membres du Stock Exchange.

Le *jobber*, ou « stock dealer », c'est-à-dire le marchand de titres, n'a aucun rapport direct avec le public. Ce marchand de titres achète ou vend pour son propre compte. Son bénéfice réside dans la balance de ses achats et de ses ventes, et non dans la perception d'un courtage. Il est essentiellement un contre-partiste vis-à-vis de chaque broker qui s'adresse à lui. Le jobber est, à la fois, un capitaliste qui possède les titres et l'argent, et un spéculateur qui réalise ses bénéfices sur les fluctuations de cours. Parmi les jobbers, il s'est établi des spécialistes pour chaque genre de valeurs qui forment des groupes différents.

Le *broker* est un véritable intermédiaire entre les jobbers et le public, lequel reste toujours en dehors de la Bourse. Ce courtier, auquel s'adressent les capitalistes et les spéculateurs, ne cherche pas par lui-même la contre-partie dans le public des capitalistes ou des spéculateurs. Pour exécuter les ordres qu'il a reçus d'eux, le broker s'adresse à un « stock-dealer », ou jobber, du groupe qui s'occupe des valeurs dont il s'agit et lui demande de fixer un prix (to make a price), mais sans toutefois déclarer si son intention est d'acheter ou de vendre. Le jobber lui donne deux prix, le plus bas étant celui auquel il est acheteur, et l'autre celui auquel il est vendeur. L'écart entre ces deux prix, appelé « the turn of mar-

ket », doit constituer son bénéfice. Le broker déclare alors, suivant le cas : « Je prends », ou « je vends ».

A côté du Stock Exchange, dans *Trogmorton Street*, il y a une sorte de marché libre, appelé « *The Street* », par opposition à « *The House* ». Cette petite Bourse, qui se tient après la clôture du Stock Exchange (1), est très animée par des courtiers qui négocient les valeurs américaines, et également par certains personnages, qui offrent à leur clientèle de faire des paris sur les différences de cours.

Il est assez difficile d'établir une comparaison entre le public du Stock Exchange et celui du marché de Paris. Car, si les brokers ressemblent aux agents de change, rien, au marché de Paris, ne rappelle, même de loin, l'institution des jobbers. On a dit que les jobbers sont comparables aux coulissiers de Paris, lesquels peuvent aussi bien effectuer la contre-partie de l'opération de leur client. Mais on oublie les rapports directs établis entre les coulissiers et le public. On a comparé aussi les jobbers au public spéculateur de la Bourse de Paris, qui achète et vend par l'intermédiaire des agents de change, comme les jobbers le font par l'intermédiaire des brokers. Mais comment prétendre à cette ressemblance, alors qu'à Londres existe également un public spéculateur. D'ailleurs, celui de Paris donne des ordres aux intermédiaires, tandis que les jobbers répondent aux ordres des brokers. On a cherché, enfin, à comparer les jobbers aux spéculateurs professionnels spécialistes de la

(1) Le marché est ouvert officiellement de onze heures à trois heures.

Bourse de Paris, mais ceux-ci sont toujours en nombre très limité. Il ressort de cette discussion que la fonction principale du jobber est remplacée à Paris, à la fois par le public, par les spéculateurs professionnels et par les coulissiers.

CHAPITRE III

Le Fonctionnement de la Spéculation

Avant de préciser le rôle économique de la spéculation, il nous faut indiquer les diverses opérations auxquelles la spéculation sur les effets mobiliers peut donner lieu ; mais, nous le ferons sans entrer dans le détail des combinaisons différentes qui peuvent naître du rapprochement de ces opérations, réservant notre attention au côté purement économique de ces actes. Toutes les opérations des bourses qui ont un but spéculatif empruntent la forme d'un marché au comptant ou d'un marché à terme. Cependant, il existe d'autres opérations accessoires qu'il importe d'étudier aussi et qui sont connues, à la Bourse, sous le nom d'escompte, d'arbitrage et de report. Pour plus de clarté, nous consacrerons, à chacune d'elles, une section spéciale, après avoir exposé, au préalable, les règles qui sont communes à toutes ces opérations.

SECTION PRÉLIMINAIRE

Les Ordres de Bourse

Les négociations, soit à terme, soit au comptant, doivent être exécutées conformément aux ordres du client. Les instructions données sont appelées « ordres de bourse », et la personne dont elles émanent « donneur d'ordres ». Ces ordres sont donnés par écrit, ou verbalement, ce qui est, en général, le cas lorsqu'ils sont transmis directement en bourse, au cours de la séance. Ils sont valables soit pour une seule bourse, soit pour une semaine, soit pour la durée du mois courant, à la volonté du donneur, qui doit le spécifier. Ils peuvent être simples, c'est-à-dire sans aucune condition spéciale les rattachant à d'autres opérations ; ou « liés », c'est-à-dire comprenant un ensemble d'opérations d'achat et de vente à exécuter simultanément.

Les ordres de bourse au comptant peuvent être passés, soit au Parquet, soit en coulisse, *au mieux*, ou à *cours limité*, et encore, — mais au Parquet seulement, — *au cours moyen*, c'est-à-dire, au prix moyen entre le plus haut et le plus bas cours cotés pendant la séance officielle.

Les ordres de bourse à terme sont donnés, *au mieux*, au *premier*, au *dernier cours*, ou à un *cours limité*. A terme, il n'y a pas de cours moyen : dans les marchés à prime, il n'y a ni premier, ni derniers cours, ils se contractent *au mieux*.

SECTION I

Les Marchés au Comptant (1)

Définition.
Les marchés au comptant, comme marchés de spéculation.
La commune ou la moyenne.

Les marchés au comptant sont ceux dans lesquels, l'opération devant être réellement et intégralement effectuée, aucun délai n'est stipulé pour son exécution. Cependant, il est admis par l'usage que ce délai ne doit pas dépasser un laps de temps plus ou moins long, suivant qu'il s'agit de titres au porteur ou nominatifs, ainsi que nous l'avons déjà expliqué. Les achats et les ventes au comptant sont ceux que pratiquent habituellement les épargnants, les personnes prudentes, pour le placement de leurs fonds disponibles. L'action de ces capitalistes, qui achètent ou vendent ferme, exerce, comme nous l'avons dit, un effet appréciable sur les mouvements des cours, dont un spéculateur avisé doit tenir compte (2).

Lorsqu'on parle de la spéculation sur les valeurs mobilières, on n'envisage d'habitude que les marchés à terme. En effet, ces opérations ne se réglant qu'à une époque plus ou moins éloignée de leur négociation, l'intervalle qui sépare la réalisation du contrat, du moment

(1) Courtois, op. cit., p. 35 et s. Bozérian, op. cit., p. 68. Buchère, op. cit., p. 297 et s. Fontaine, op. cit., p. 43 et s. Guillard, op. cit., p. 41.

(2) Ces opérations (au comptant) dit Claudio Jannet, sont, en définitive, et malgré des perturbations accidentelles, les régulatrices du marché, op. cit., p. 356.

de sa formation, permet aux variations de cours de se produire ; c'est ce qui attire les spéculateurs, dans l'espoir de voir, suivant leurs prévisions, la hausse ou la baisse survenir pendant ce temps. Mais, il ne faudrait pas croire que si le marché à terme est l'instrument, par excellence, de la spéculation, il en est la seule forme pratique. On peut spéculer exclusivement sur le marché au comptant.

Des capitalistes plus hardis que « le bon père de famille » peuvent être poussés dans leurs achats au comptant par l'idée de spéculer sur la hausse de certains titres. Ils achètent au comptant des valeurs aléatoires, à des prix qu'ils jugent avantageux, dans la pensée qu'une hausse se produira à une époque plus ou moins éloignée. Le jour où leur espoir se réalise, ils s'empressent, alors, de les liquider, en réalisant un certain bénéfice. Cette spéculation, qui paraît très simple, au premier abord, présente, en réalité, des risques considérables. Le capitaliste doit avoir, à cet effet, une connaissance approfondie des valeurs acquises, et s'assurer qu'il a les plus grandes chances de voir leur prix augmenter, parce que les valeurs qui peuvent offrir une chance appréciable de bénéfices, dans un délai malgré tout assez limité, sont précisément celles dont les cours, essentiellement variables, se trouvent, par cela même, les plus exposées aux manœuvres des agioteurs.

Les capitalistes, qui ont basé leurs achats sur les probabilités de hausse de ces valeurs, se trompent souvent, et, surtout quand les disponibilités leur font défaut, subissent, en les liquidant, des pertes considérables. Par-

fois, au contraire, ils gardent ces titres, parce qu'ils continuent à croire à leur hausse certaine. En réalisant ce que l'on appelle en bourse, une « *commune* », ou « *moyenne* », ils parviennent parfois à atténuer, et même à compenser leurs pertes. Pour cela, ils achètent de nouveau, malgré la baisse, une quantité au moins égale des mêmes titres, à un cours qui peut être très inférieur au premier, et ils répètent cette opération si la baisse se poursuit, espérant se couvrir, en revendant à mesure que les cours remontent, et combler ainsi leur déficit, par la moyenne de leurs gains et de leurs pertes. Sous ses apparences timides, pareille spéculation sur le marché au comptant peut être d'autant plus dangereuse qu'elle apparaît plus simple, parce que, justement, elle attire, par sa sécurité illusoire, les capitalistes les plus inexpérimentés, qui en sont toujours dupes. Souvent, d'ailleurs, et comme nous l'avons déjà remarqué, ceux-ci se laissent finalement entraîner, dans l'espoir de sauver leurs capitaux, à spéculer à terme, alors que ce dernier marché exige encore plus d'expérience et de connaissances approfondies.

Il est donc bien préférable de laisser de telles opérations aux grands financiers de la Haute Banque, et aux puissants spéculateurs, lesquels sont parfaitement au courant des mouvements certains du marché financier, et des plus-values probables des titres, et savent se servir du comptant jusqu'à le plier parfois à leurs manœuvres coupables d'accaparement.

Les petits capitalistes, au reste, se servent très souvent des opérations au comptant pour une spéculation qui ne

présente pas de grands périls, et dont le but est d'augmenter leur revenu plutôt que d'accroître leur capital. A cet effet, ils choisissent de préférence des valeurs de toute sécurité dont les cours subissent peu de variations. Ils achètent, six semaines ou deux mois avant l'échéance du coupon, une certaine quantité de ces valeurs dont le cours est encore normal. Plus l'échéance devient prochaine, plus généralement on constate que le titre a tendance à monter. Lors de l'échéance, ses possesseurs touchent les produits afférents, puis ils attendent que la baisse, à la suite du détachement du coupon, ait cessé et que le titre ait repris son cours normal pour le revendre, souvent, à leur prix même d'acquisition.

Leurs bénéfices consistent dans l'encaissement intégral à leur profit, sous la seule réserve des taux et impôts des revenus et dividendes de toute une série de titres offrant des garanties analogues en sécurité, mais dont les coupons sont, — ce qui leur permet un emploi continu, — à échéances différentes. Le résultat qu'ils poursuivent est d'augmenter ainsi leurs revenus, sans garder les titres plus de deux ou trois mois, en n'exposant leurs capitaux, pour ainsi dire, à aucun risque. Mais ces petits spéculateurs paient une grande partie de leurs bénéfices réduits aux agents de change, comme courtages, et une seule opération manquée peut faire disparaître le gain de plusieurs.

SECTION II

Les Marchés à Termes

Définition.
Leurs avantages.
Le règlement différentiel, validité juridique.
Les marchés à terme à Londres.
Leur modalité.
Leur modalité : marchés fermes et marchés à prime.

Les marchés à terme comprennent toutes les opérations de bourse dont le règlement a lieu à une échéance relativement éloignée du moment de la négociation, mais toujours déterminée à l'avance.

Ce sont les spéculateurs d'Amsterdam qui leur donnèrent peu à peu leur forme actuelle, sans d'ailleurs qu'il y ait eu d'éléments vraiment nouveaux, ajoutés à ceux qu'ils possédaient dès l'origine.

L'avantage que comportent les marchés à terme sur les marchés au comptant, c'est qu'ils n'exigent pas l'acquittement immédiat et total des montants nécessaires au règlement d'un achat de titres, mais seulement le versement d'une provision suffisante pour couvrir l'intermédiaire. De même, ils n'exigent pas la remise immédiate des titres en cas de vente, puisque la livraison, comme le versement, n'ont lieu qu'au terme convenu, c'est-à-dire à l'échéance, qui est appelée, en matière d'opération de Bourse, *liquidation*. Cette faculté permet au spéculateur-acheteur d'opérer sur un plus grand

nombre de titres et de profiter, par conséquent, davantage des fluctuations des cours, et au spéculateur-vendeur de vendre des titres qu'il ne possède pas au moment de la convention, avec la possibilité de les racheter avant le terme, en profitant de la différence des cours en cas de baisse (1).

La supériorité du marché à terme sur le marché au comptant est aussi manifeste pour le gros capitaliste qui désire acheter ou vendre des quantités considérables de valeurs. L'achat d'une grande quantité de titres ne pourrait pas se réaliser au comptant, sans produire un mouvement de hausse désavantageux pour l'acheteur, et inversement, de fortes ventes au comptant ne manqueraient pas d'écraser le marché et d'occasionner la baisse. Un capitaliste prudent échelonne ses opérations jusqu'à la liquidation par des ventes ou des achats successifs à terme dont l'influence se perdra au milieu de l'immensité des transactions. Car il peut arriver que des spéculateurs malhonnêtes, disposant de forts capitaux achètent au comptant une quantité énorme de certains titres afin d'attirer l'épargne. La hausse une fois acquise et maintenue, puis accrue sur le marché par des achats réels de l'épargne comme par la publicité, les spéculateurs en question revendent ces titres par petites quantités et réalisent, alors, des bénéfices considérables. Quand la baisse affecte, sans remède, les titres aux cours ainsi soufflés, l'épargne dupée se trouve forcée de les conserver. Elle a été amputée, de la sorte, d'une partie de son capital.

(1) Avec le seul marché au comptant, on ne peut spéculer qu'à la hausse.

Le marché à terme des valeurs est la plus haute expression du trafic à crédit ; il en a les deux grands avantages, rendant, comme on l'a dit, toute erreur moins néfaste et toute réaction plus aisée, Accompli sur le marché à terme, tout acte de spéculation n'a d'ailleurs pas, immédiatement, une influence très sensible, aussi sensible que si on retirait, ou si on rejetait, d'un coup, les titres sur le marché, comme dans le cas du comptant. L'erreur a, ici, moins d'importance. La vérité se fait jour plus lentement, sans perturbations, sans conséquences trop absolues. Devenue facile, la spéculation à la baisse empêche les effondrements qui suivraient les campagnes de hausse, s'il n'y avait que le marché au comptant (1).

Les marchés à terme sont surtout pratiqués par les spéculateurs entre eux, qui cherchent à réaliser des bénéfices par des achats et par des reventes successifs. L'opérateur à terme se préoccupe peu de l'importance des dividendes ou de la sécurité des valeurs qu'il achète ou qu'il vend, pourvu qu'il le fasse à un prix rémunérateur.

Le but des marchés à terme est donc de fournir des contre-parties à toute opération d'achat et de vente sur le marché, en évitant le plus possible les déplacements d'argent et de titres.

Etant donnée, en effet, l'abondance des valeurs mobilières offertes et demandées sur le marché, il est indifférent à l'acheteur-spéculateur de recevoir, au jour de la liquidation, les titres qu'il a achetés à un cours inférieur et qu'il revendrait immédiatement pour pouvoir

(1) Cf. André Sayous : « Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce », Paris, 1898, p. 255.

rentrer dans son prix d'achat et toucher son bénéfice. Bien plutôt, il préférera recevoir de l'intermédiaire, avec qui il aura traité, le montant de la différence entre les deux cours. Le vendeur a tout avantage aussi à solder simplement la différence, au lieu d'être obligé d'acheter pour livrer. Cette manière d'opérer par règlements de différences, résulte de l'organisation même de la Bourse, où, acheteurs et vendeurs ne traitent pas, en réalité, directement, mais où toutes les opérations en titres et en argent, sont compensées entre les agents de change, ou à la liquidation de la coulisse.

La validité de ces marchés à terme a été longtemps contestée avant la loi de 1885. Le spéculateur à terme était tenu pour un joueur. « Spéculer à la Bourse » était un acte que, bien souvent, on considérait comme nuisible à l'intérêt général aussi bien qu'au spéculateur lui-même. Mais, la loi de 1885 est intervenue dans un esprit tout différent. Elle a reconnu le caractère légal du marché à terme, à la suite de discussions remarquables auxquelles prirent part les économistes les plus distingués. Cela montre, une fois de plus, que, même aux yeux de la loi, le marché à terme s'est imposé dans le système économique comme une nécessité absolue. Il exerce, actuellement, à la Bourse, et dans le monde des affaires, une action économique prépondérante.

En principe, à Londres, comme à Paris, les opérations au comptant et à terme se réalisent de la même façon.

Mais, il faut remarquer qu'au Stock Exchange, la distinction entre le comptant et le terme n'est pas très claire. En effet, il n'y existe qu'un seul marché pour toutes les

opérations, qu'elles s'y traitent au comptant ou à terme ; il n'y existe qu'une seule cote, à laquelle les valeurs admises sont négociables aussi bien à terme qu'au comptant. Le règlement du Stock Exchange lui-même ne distingue pas. La faute en est au système de négociations à la Bourse de Londres ; le jobber qui traite avec le broker, sans savoir s'il va être acheteur ou vendeur, est rarement en possession des titres qu'il s'engage à livrer. Il faut donc lui laisser la faculté de se les procurer en lui accordant un certain délai entre la date du marché et celle de son exécution. Pour les Anglais, les deux modalités du marché ne se distinguent qu'en fait, grâce à la durée des délais de livraison. Les opérations au comptant (cash) qui constituent, en général, l'exception, sont traitées à l'amiable par convention spéciale. On ne négocie guère sous cette forme que les fonds consolidés ou coloniaux. Les opérations à terme sont exécutées à échéance de liquidation, ce qui simplifie la besogne des brokers et fixe une date formelle pour le paiement et la livraison des titres. Ce système semble préférable à celui de la Bourse de Paris, qui complique la cote d'une double inscription au comptant et à terme (1).

Les opérations à terme peuvent être de deux sortes bien distinctes : les marchés fermes, et les marchés à prime, ou libres ; ils feront ainsi l'objet de deux paragraphes particuliers.

(1) Cf. Robert Milles, op. cit, p. 575.

I. — Les Marchés fermes

Définition.
Leur mécanisme.
Au Stock Exchange.

Les marchés fermes sont ceux dans lesquels le vendeur s'engage à livrer ses titres, et l'acheteur à prendre livraison contre paiement à l'échéance, sans que ni l'un ni l'autre puisse se décharger de l'exécution de l'obligation.

Donc, chacune des deux parties, est tenue d'exécuter le marché au terme convenu, quelle que soit la hausse ou la baisse survenue à l'époque de la liquidation. Cependant, l'acheteur, a, comme dans tous les marchés à terme, la faculté d'anticiper le marché contre le paiement du prix convenu au moyen de *l'escompte*, dont nous ferons connaître les formalités et l'utilité dans la troisième section.

Lorsque le vendeur et l'acheteur ont la volonté d'exécuter effectivement le marché à son échéance, l'opération se règle comme au comptant par la simple remise des titres, en échange du prix convenu. La différence entre ces deux marchés, bien que l'acheteur y devienne également propriétaire des titres dès l'exécution de son ordre, consiste dans le fait, qu'au comptant, l'acheteur immobilise, pendant un temps plus ou moins long, un capital considérable pour payer les titres au moment de la convention, tandis que, dans le marché ferme à terme, il recourt au crédit en déposant seulement, jusqu'au jour de la liquidation, une couverture proportionnée à

ses engagements ; et il lève les titres en payant le reste du prix convenu. Mais souvent le spéculateur met à profit cet intervalle entre la formation du marché et l'échéance, pour vendre et acheter selon les fluctuations des cours ; dans ce cas, ce sera à son courtier à faire compenser ses engagements, et à lui présenter un solde de compte provenant des différences entre ses cours d'achat et de vente. Il arrive souvent que les mouvements de hausse ou de baisse lui donnent l'occasion de se dégager. Le contraire est aussi possible ; si, alors, les deux parties, acheteur et vendeur, désirent proroger le marché, il intervient entre eux une nouvelle opération, qui devra se régler à la liquidation suivante. Mais, si l'une des parties exige l'exécution du marché, tandis que l'autre se trouve dans l'impossibilité de pouvoir lever, faute de capitaux suffisants, ou de livrer, faute de titres, celle-ci doit recourir au procédé du report ou du déport (1), par lequel il peut prolonger son engagement jusqu'à l'échéance suivante. En général, cette situation délicate pour le spéculateur se produit du fait d'engagements *à découvert*, — soit *d'achats à découvert*, quand le spéculateur a opéré sans l'avoir correspondant, soit de *ventes à découvert*, lorsqu'il a vendu des valeurs qu'il ne possédait pas (2).

Les usages du Stock Exchange diffèrent de ceux de Paris sur deux points essentiels : le premier est qu'il

(1) Nous reviendrons sur les caractères de ces deux mécanismes dans une section spéciale.

(2) Par dérivatif : opérer ou spéculer à découvert signifie alors jouer à la Bourse sans avoir déposé la couverture d'usage.

n'est pas possible d'y négocier à terme les titres par coupures ; d'autre part, et à l'inverse, il y est permis de stipuler un dénouement de l'opération, par la liquidation courante, ou, au gré du donneur d'ordres, à une liquidation plus éloignée à terme. En l'absence de toute convention spéciale, les marchés fermes sont conclus pour la liquidation en cours.

II. — Les Marchés à prime

Leur supériorité sur les marchés fermes.
Définition.
La réponse des primes.
Leur utilité.
Combinaisons à la hausse ou à la baisse, combinaisons complexes.

Nous avons vu que les spéculateurs doivent subir, dans les marchés fermes, même à terme, toutes les conséquences de la position qu'ils ont prise. Pour éviter une liquidation dangereuse, ces spéculateurs peuvent avoir intérêt à retarder l'exécution de leur engagement et, au cas où la situation ne s'améliorerait pas, à recourir, une deuxième et d'autres fois encore, à un report, plutôt qu'à liquider l'opération avec perte illimitée. Un danger subsistait donc toujours pour les spéculateurs fermes à terme. Afin de remédier à ces inconvénients, on a imaginé les marchés à prime, ou marchés libres, ainsi appelés par opposition aux marchés fermes, lesquels sont irrévocables.

Les marchés à prime sont ceux dans lesquels l'acheteur ou le vendeur se réservent le droit, à son choix, d'exiger la réalisation effective de la convention, ou de renoncer à la négociation, moyennant l'abandon, au profit de l'autre partie, d'une somme convenue, payée au moment du marché, et désignée sous le nom de prime (1).

On peut comparer, en effet, cette dernière à une prime d'assurances, contre le danger des écarts de cours pouvant se produire entre la formation du marché et la liquidation. L'acheteur à prime peut se libérer complètement de son engagement, si la baisse se produit contrairement à ses prévisions, en abandonnant la prime au vendeur, au lieu d'être obligé de *lever les titres ;* de même, le vendeur à prime peut limiter sa perte, en cas de hausse, moyennant l'abandon de la prime, au lieu d'tre obligé *de livrer les titres*, pour employer les appellations boursières (1).

Si c'est l'acheteur qui a complète liberté, on appelle son opération « *prime pour livrer* », mais si le marché est libre pour le vendeur, c'est une « *prime pour recevoir* ».

(1) Nous prenons, ici, le mot prime dans le sens qu'il possède sur les marchés à terme, et non dans celui du langage courant. Pour désigner un marché à prime sur une valeur, les Boursiers s'expriment comme suit ; acheté 10.000 francs de rente 3 % à 89 fr. 35, dont 1 franc, 89,35 d/1, ou 89,35/1, parce que le montant de la prime est considéré comme une partie du capital de l'opération, *dont* on paye tant ou tant d'avance.

(1) On pourrait comparer ces opérations à des conventions comportant paiement d'arrhes, moyennant l'abandon desquels, le contractant peut ne pas donner suite au marché, mais avec cette différence que les ventes avec arrhes demeurent libres des deux côtés, tandis que dans le marché à prime, l'exécution est facultative *seulement pour l'une* des parties, et obligatoire pour l'autre.

Cette dernière stipulation n'est familière qu'aux vrais spéculateurs.

C'est à la veille d'une liquidation, à 1 heure et demie, que l'acheteur fait connaître à son vendeur s'il *lève* ou s'il *abandonne* sa prime. Cette déclaration, qui est connue à la Bourse sous le nom de « *réponse des primes* », s'effectue dans un délai de cinq minutes, pendant lequel toutes les opérations demeurent suspendues.

Lorsque l'acheteur déclare qu'il entend lever les titres, le marché à prime, ayant perdu son caractère conditionnel, devient un marché ferme (1). Selon les usages de la Bourse, l'acheteur est liquidé d'office après sa réponse.

La *réponse des primes* dépend nécessairement des cours de réponses. L'acheteur lève les effets quand la hausse a atteint ou dépassé le prix d'achat ; il abandonne la prime, toutes les fois que les cours de réponse sont inférieurs aux cours d'achat, ayant intérêt à ne pas aggraver sa perte au delà de la prime engagée que, dans ce cas, le vendeur encaisse. Ce cours de réponse, qui décide du sort de toutes les opérations à prime, est déterminé d'après la loi de l'offre et de la demande. On ne saurait à aucun moment le prévoir de façon certaine, car il n'est nullement établi à l'amiable, contrairement, par exemple, au cours de compensation.

Le plus souvent, une lutte, dont le but est de hausser ou de baisser le cours de réponse, s'engage entre les acheteurs et les vendeurs à prime, afin d'influencer les mouvements de la réponse des primes laquelle exerce,

(1) Il faut remarquer que, dans ce cas, la prime payée d'avance s'impute sur le prix qui est dû par cet acheteur.

à son tour, une influence considérable sur la liquidation qui doit la suivre. Car, si les acheteurs lèvent leurs titres, les vendeurs sont obligés de se procurer à tout prix ceux sur lesquels ils ont dans bien des cas, opéré à découvert, ce qui fait monter nécessairement les cours. Si, au contraire, il y a abandon des primes, de telles demandes ne se produirent pas, et même, les vendeurs prudents, qui se seront procurés des titres à l'avance, les rejetteront sur le marché pour s'en débarrasser, ce qui accentuera la baisse et peut produire, à l'époque de liquidation, des variations brusques, inexplicables pour ceux qui ne cherchent les raisons de la hausse ou de la baisse des valeurs que dans des événements étrangers à la Bourse.

On voit de suite dans le marché à prime pour livrer quel est l'avantage de l'acheteur spéculateur sur le vendeur. Le premier a la faculté *d'escompter les titres*, de les lever en cas de hausse, ou de les abandonner en cas de baisse. Cet avantage est compensé, pour le vendeur, par la chance d'encaisser une prime nette si l'acheteur abandonne le marché en cas de baisse et, en outre, par un prix de vente plus élevé que s'il y avait marché ferme. Plus le marché est conclu à une date éloignée de la liquidation, plus le prix est élevé, les risques pour le vendeur augmentant du fait de l'éloignement de l'échéance, du terme assigné à l'opération. Cette élévation constitue ce que l'on appelle : « *l'écart de la prime* », et l'on désigne du nom de « *pied de la prime* » le cours de l'opération, diminué du montant même de la prime.

Il ressort des indications qui précèdent que le taux

de la prime diminue, à mesure que l'écart entre cette dernière et le marché ferme augmente, et, qu'au contraire, le taux de la prime doit monter, lorsque les cours de la négociation à prime se rapprochent des cours de la négociation ferme ; car, plus cette différence (l'écart) est faible, plus il y a de chance, au profit de l'acheteur, que la hausse dépasse le montant de la prime, et lui permette ainsi de lever les titres. Donc, les cours doivent être d'autant plus élevés que le taux de la prime est plus faible ; ce qui explique pourquoi les acheteurs à prime trouvent des vendeurs sur le marché.

En général, les spéculateurs qui paient la prime sont des spéculateurs timides ou hésitants, qui, n'ayant pas confiance dans la hausse cherchent à limiter leurs risques. Cependant, il y en a qui se livrent parfois à de véritables mesures d'agiotage en accaparant, après la formation du marché à prime, la plupart des titres qui étaient l'objet de cette opération. Le jour de la réponse des primes, ils lèvent les titres.

Cet accaparement est très dangereux pour les vendeurs à découvert qui, étant tenus de livrer les titres en question, doivent se les procurer à tout prix. S'ils ne les trouvent pas sur le marché, ils sont obligés de les chercher chez ces accapareurs qui deviennent, de ce fait, les maîtres du marché, et décident librement du prix d'achat qu'ils imposeront aux vendeurs pour les titres qu'ils détiennent en leur possession. Même en l'absence d'agiotage, ces opérations à découvert sont dangereuses pour les vendeurs quand les acheteurs lèvent les titres. Cependant, les marchés à prime sont plus fréquentés

par des vendeurs à découvert que par des capitalistes ou des spéculateurs ayant les titres en portefeuille. Malgré le danger auquel ils s'exposent, les baissiers à découvert, dans l'espoir de gagner le montant de la prime sans rien débourser, ne redoutent pas les attaques des acheteurs à prime, ce qui explique pourquoi ces derniers trouvent presque toujours autant de vendeurs qu'ils en cherchent.

Les opérations à prime simple entraînent beaucoup de capitalistes et de petits spéculateurs vers la spéculation, sous prétexte que le risque est limité. Ceux qui veulent avoir des chances de gain supérieures aux risques de perte, pratiquent des combinaisons diverses, soit à la hausse, soit à la baisse. Indiquons, ici, les combinaisons les plus courantes : la spéculation à la hausse consiste à acheter ferme une certaine quantité de titres, et à revendre à prime la même quantité pour la même liquidation. Si la prime est levée, en cas de hausse, le spéculateur est en bénéfice en raison de l'écart de la prime. Si la prime est abandonnée, en cas de baisse, cette prime diminue sa perte dans le marché ferme, mais elle ne la limite pas. Le spéculateur peut, il est vrai, faire l'opération inverse. Il engage alors une spéculation à la baisse qui consiste à vendre ferme, et à acheter à prime. Si la hausse se produit, il lève les titres pour faire face à ses engagements sur le marché ferme, perdant seulement l'écart de prime ; en cas de baisse, au contraire, il abandonne la prime, mais son bénéfice sur le marché ferme est illimité. Cette dernière combinaison à la baisse offre donc plus d'avantages que celle à la

hausse, parce qu'elle « bloque » le risque à courir, sans limiter le bénéfice.

Il y a une variété d'opérations à prime qui se concluent sur les places étrangères, surtout en Allemagne. Le marché de Paris ne donne qu'une idée imparfaite de ces diverses combinaisons à prime. On y a sans doute recommencé à faire des « Stellages », dès le lendemain de la guerre, mais c'est seulement depuis le mois de janvier dernier que la cote officielle y a reproduit les cours du « call of more ». Nous traiterons brièvement de ces deux opérations, en passant en revue les divers marchés pratiqués à Londres.

Au Stock Exchange, la prime a le même caractère conditionnel qu'à la Bourse de Paris ; elle prend le nom « d'option ». Mais le montant de la prime y est exprimé par l'écart entre le cours du ferme et celui auquel la prime est traitée, et il n'y existe donc pas ce que l'on appelle « *l'écart des primes* », à la Bourse de Paris. Ce montant de la prime est déterminé selon que l'échéance est éloignée ou rapprochée, et suivant la nature du titre négocié. *Il est plus onéreux qu'à Paris.* Cet inconvénient est largement compensé par un double avantage consistant, à la fois, dans l'échéance lointaine, et dans le prix. Les différentes sortes de primes en usage à Londres sont : le « *call* », c'est-à-dire la « *prime pour livrer* » ; le « Put », ou la « *prime pour recevoir* », — toutes opérations que nous avons suffisamment expliques — ; le « *Put and call* » (stellage) ; le « *Call of more* », et enfin le « *Put of more* » (1). Nous examinerons rapidement ces trois dernières opérations.

Le « Put and call », ou double option, qui est une combinaison très connue, combine les deux options « Put » et « Call ». Cette opération donne le droit, à la réponse des primes, de se porter acheteur ou vendeur ferme à un prix convenu à l'avance, moyennant une prime qui est, généralement, le double de la prime simple. C'est une opération dite « *à cheval* », parce que l'opérateur spécule à la fois à la hausse et à la baisse, comme dans le « *stellage* », mais avec cette différence que le stellage, d'origine allemande, comporte deux cours au plus haut et au plus bas — le cours acheteur et celui vendeur — dont l'écart, assez considérable, est convenu d'avance. Cette opération se pratique pour des liquidations éloignées.

Le « *call of more* » est un achat ferme, combiné avec une option, par laquelle le preneur a le droit, à l'échéance, de demander en quantité double, ou triple, etc., les titres achetés au même cours. Ce qui est inscrit à la cote officielle de Paris, c'est seulement l'*option du double*. Cette option du double s'apparente étroitement à un achat ferme, complété par un achat à prime d'égal montant, et quand l'écart de prime représente le double du montant de la prime, il y a alors similitude complète de situation.

Le « *put of more* » est une combinaison à la baisse

(1) Massebeuf : « Des marchés à primes dans les Bourses de valeurs », th. Paris, 1923, p. 199.

qui a le caractère inverse de la précédente. L'acheteur du « put of more » est un vendeur à un prix inférieur au cours ordinaire, mais se réservant le droit de livrer une quantité de titres double, ou triple, etc..., de celle qu'il a vendue, si la baisse se produit.

Toute ces combinaisons qui ont pour but de limiter les pertes, de profiter de la hausse, comme de la baisse, suivant les mouvements de cours, et aussi de bénéficier de courtages moins élevés de la part des intermédiaires, sont pleines de périls pour ceux qui n'y sont pas formés par un long usage et ne profitent généralement qu'à une très petite minorité.

SECTION III

Les Escomptes

Définition.
Mécanisme.
But et importance.

L'escompte est la faculté que possède l'acheteur, dans les marchés à terme, soit fermes, soit à primes, de se faire livrer à toute époque, avant l'échéance, les valeurs négociées, en en consignant le prix (1).

Cette faculté est de plein droit pour tout acheteur à terme. Si le vendeur veut s'y soustraire, il doit donc le stipuler dans le contrat, par l'insertion de la formule : « *non-escomptable* ». On a prétendu que ce droit au

(1) Décret du 7 octobre 1892, art. 63.

profit de l'acheteur seul s'expliquait du fait que la vente à terme s'opère à des conditions par ailleurs généralement plus onéreuses pour lui que dans le cas de la vente au comptant. Par suite, le vendeur qui en bénéficie ne peut exiger un paiement immédiat comme sur le marché au comptant (1). Mais, en réalité, c'est là une règle due certainement à l'hostilité que les vendeurs à découvert ont inspirée de tous temps à l'opinion, laquelle demeure toujours favorable à la hausse, et disposée à accuser ceux qui prévoient la baisse d'en être les auteurs. L'exigence ainsi établie est absolument injustifiable, car elle introduit une présomption arbitraire dans un contrat librement passé, et ne sert guère, en pratique, qu'à favoriser certains étranglements dont nous parlerons plus loin.

Il est un cas, d'ailleurs, où l'acheteur ne peut user de la faculté d'escompte. C'est quand le vendeur est obligé de recourir à un *déport* afin de pouvoir proroger son opération ; car autrement, le vendeur serait à la discrétion du reporté (l'acheteur), qui pourrait le réescompter immédiatement (2).

Lorsqu'un acheteur entend se faire livrer, par anticipation, des titres achetés, il s'adresse à son agent de change, ou à son coulissier (3), et consigne le prix de son

(1) Guillard, op. cit., p. 89.

(2) Règlement général, art. 63.
Dans l'opération de déport, le reporté achète au capitaliste les titres en question, au comptant, et lui vend, à terme, ces mêmes titres à un prix moins cher. V. *infra*.

(3) La Coulisse applique, en la matière, des règles quasi analogues à celles indiquées au texte pour les agents de change.

achat. L'agent de change *escompteur* a alors le devoir de se mettre en mesure de lui livrer les titres, en escomptant lui-même le confrère, « l'escompté », avec lequel il a traité. L'escompteur prévient celui-ci avant l'ouverture de la Bourse, au moyen d'une affiche visée par le syndic ou l'un de ses adjoints. Cette affiche qui doit être conforme au modèle arrêté par la Compagnie des Agents de Change, sous peine de refus de visa, est apposée sur un tableau placé à cet effet dans le cabinet du syndic de la Compagnie. Elle indique la nature, le prix et la quotité des titres escomptés, et la date de la négociation. L'escompteur doit, en même temps que l'affiche, faire viser également par le syndic ou par un membre de la Chambre syndicale, deux bulletins contenant ses nom et prénoms. Le premier bulletin, qui doit être remis à l'agent de change vendeur, est appelé *bulletin provisoire ;* le second prend le nom de *bulletin définitif* (1).

Si l'agent de change vendeur n'a pas lui-même acheté à un autre confrère les titres en question, ou s'il a ordre d'exécuter le marché par une livraison effective des effets vendus, l'opération est très simple. Dès qu'il a pris connaissance de l'affiche, il réclame les valeurs à son client, et les transmet à son confrère, l'agent acheteur, qui les remet lui-même à son client. Cette transmission d'escompte constitue l'escompte *direct*.

Mais, le plus souvent, l'agent escompté dont le client ne veut pas ou ne peut pas livrer, est lui-même ache-

(1) Cette différence dans leur appellation provient des usages différents auxquels ils sont destinés, car leur rédaction est la même.

teur pour le même terme. Il use donc, alors, lui-même, vis-à-vis de son vendeur, de la faculté d'escompte, en se bornant à transmettre, ou, comme on dit en Bourse, à « *rendre* » à ce confrère l'escompte du premier, afin de l'obliger à livrer en son lieu et place les titres réclamés. Si ce troisième confrère est lui-même acheteur chez un quatrième, il « *rendra* » à son tour, l'escompte à celui-ci, et ainsi de suite, jusqu'à ce qu'on arrive à un agent de change qui ait vendu sans avoir acheté. Ces transmissions d'escompte, appelés *escomptes indirects*, s'opèrent pendant la Bourse. Chaque agent de change en prend note sur son carnet, dès qu'il en reçoit l'avis de son confrère.

Le jour même, après la Bourse, les agents ou leurs commis, s'assemblent dans le cabinet de la Compagnie, pour se passer entre eux les bulletins provisoires d'escompte (1) ; après les avoir endossés régulièrement, chacun conserve la note des prix pour être en mesure de faire les bordereaux des différences entre les cours de négociations escomptées, et d'en assurer le règlement le lendemain matin (2).

Avant l'ouverture de cette bourse suivante, les bulletins

(1) Les bulletins provisoires sont acceptés entre eux comme une sorte de monnaie fiduciaire.

(2) Cette opération serait très simple, si les négociations successives avaient eu lieu pour la même quantité de valeurs et au même prix. Mais, le plus souvent, il n'en est pas ainsi. S'il existe des différences sur la quantité des titres ou effets, l'escompté ne peut rendre l'escompte à son vendeur que lorsqu'il a acheté une quantité égale ou supérieure ; si l'escompte qu'il reçoit dépasse le montant de son achat, il doit livrer les titres ; au contraire, s'il est acheteur d'une quantité supérieure, le bulletin circulera comme d'habitude

provisoires sont remplacés par les bulletins définitifs. Les titres doivent être livrés dans les délais ordinaires fixés pour les ventes au comptant ; si la livraison n'a pas eu lieu dans les délais prescrits par le règlement, une affiche est apposée pour le rachat des valeurs, lequel est effectué le lendemain. A défaut de paiement contre livraison des titres, la revente peut avoir lieu le jour même et sans affiche.

Ce mécanisme des escomptes indirects présente une grande utilité pour les agents de change. Il facilite le règlement et la liquidation des comptes résultant des marchés à terme, permet à ces agents d'éviter des difficultés et des lenteurs qui entraveraient les opérations de spéculation, et nuiraient ainsi au développement et à la sécurité du crédit.

Naturellement, cette faculté d'escompte est exercée souvent dans un but d'agiotage pour provoquer une hausse factice des cours, ou pour étrangler le découvert.

En effet, l'escompteur réclame la livraison des titres, s'il prévoit que l'escompté n'a pas ces titres en sa possession ; celui-ci sera donc obligé de les racheter sur place, et l'abondance des demandes produira un mouvement de hausse. Parfois, c'est l'escompteur lui-même qui s'étant procuré sans bruit les effets nécessaires à cette livraison, fournit à un prix imposé les titres destinés à rentrer dans son portefeuille.

et sans modification pour le *nombre de titres* qui y est porté. Les différences de prix ou soldes des titres qui seraient dûs à cet escompteur indirect seront exigibles le lendemain et devront être livrés avant la Bourse.

Pourtant, les vendeurs à découvert ne s'effraient pas de cette faculté d'escompte accordée aux acheteurs, parce qu'ils savent que ceux à qui ils ont affaire ne sont pas, le plus souvent, en mesure de se procurer les sommes nécessaires pour consigner le montant de leurs achats. Les vendeurs peuvent, d'ailleurs, se couvrir par des opérations inverses, et recourir eux-mêmes à l'escompte. Mais, si les acheteurs escompteurs disposent de capitaux considérables, le mouvement de l'escompte voulu par eux se produit sur le marché, et les vendeurs à découvert se trouvent donc à leur merci, à moins que l'escompté définitif ne possède réellement les titres (dans ce cas le but des acheteurs est manqué), — ou, encore, à moins que les capitaux nécessaires pour payer et lever les titres fassent défaut à ces acheteurs assez rapidement, et qu'ils soient obligés de rejeter brusquement sur le marché les titres qu'ils ont retirés. La hausse fait alors place à la baisse, et ces escompteurs subissent des pertes parfois très élevées.

Un capitaliste peut avoir intérêt à exercer le droit d'escompte quand il veut changer de place, pour se mettre en mesure de livrer les titres mêmes qu'il a vendus avec bénéfice au comptant dans une autre Bourse où ces valeurs sont demandées; ou bien afin de souscrire à une émission d'actions nouvelles d'une société à laquelle, seuls, sont appelés les propriétaires de titres anciens. Mais, le plus souvent, c'est une opération de spéculation pure à laquelle de puissants spéculateurs procèdent pour déterminer une campagne de hausse, suivie d'une campagne de baisse sur telle ou telle valeur.

SECTION IV

Les Arbitrages

Définition.
Arbitrage au comptant.
Arbitrage à terme.
Leur rôle régulateur.

L'arbitrage (1) consiste à échanger un titre contre un autre du même genre, ou d'un autre genre, sur la même place, ou de place en place, en prenant le parti le plus avantageux.

L'arbitrage peut se pratiquer au comptant, mais il est surtout employé dans les marchés à terme.

En général, les arbitrages au comptant sont faits par des capitalistes désireux d'améliorer leur fortune, ou de conserver l'intérêt de leur argent, par l'échange de tel titre contre tel autre, suivant les circonstances. Etant donné que les valeurs de différente nature sont rarement capitalisées au même taux, le capitaliste, par exemple, qui voit s'abaisser le taux de ses placements, peut s'efforcer de conserver un même revenu en échangeant ses titres actuels contre d'autres susceptibles de hausse, ou rapportant davantage (2).

Mais en général, les opérations d'arbitrage au comptant doivent porter sur une grande quantité de valeurs, afin qu'un simple écart de quelques centimes sur chacune procure à leur auteur des bénéfices suffisants.

(1) Le mot « arbitrage » vient du latin « arbitrare », qui signifie : apprécier, choisir.
(2) On appelle cette opération : « arbitrage de portefeuille ».

A terme, les spéculateurs qui prévoient la hausse d'une valeur et la baisse d'une autre, achètent la première et vendent la seconde, même échéance. Leurs prévisions sont-elles exactes, ils se trouvent gagner des deux côtés, et s'il y a hausse ou baisse générale, la perte produite par une opération peut être très compensée par le bénéfice de l'autre engagement. Le spéculateur peut donc être incité à se couvrir par des opérations en sens opposé, portant sur des valeurs différentes.

Les arbitrages au comptant ou à terme qui s'effectuent de place à place jouent ainsi un rôle important de régulateur des cours pour les valeurs dites internationales. C'est ce qui explique que l'on a pu dire que les arbitrages de bourse à bourse sont devenus, avec le change et le taux de l'escompte, l'un des trois grands régulateurs de la balance entre les créances et les dettes des nations (1). Et cela, de plus en plus, à mesure que les communications deviennent plus nombreuses et plus rapides.

Le téléphone, qui vient de relier les grands marchés financiers de l'Europe avec ceux de l'Amérique, contribuera encore à y niveler, dans une certaine mesure, les cours des valeurs. Il n'est pas interdit de penser qu'on pourra arriver, avec le progrès constant des communications entre les bourses principales du monde, à une parité quasi complète des cours, laquelle enlèverait à l'arbitrage de place à place son actuelle importance (2).

(1) Cf. Claudio Jannet, op. cit., p. 344.
(2) On est arrivé, par exemple, entre Paris et Bruxelles, à cet état de parité presque complète.

SECTION V

Des Liquidations

Au Parquet et en Coulisse.
Liquidation centrale.
Cours de Compensation.

La *liquidation* est le dénouement de toute opération à terme à une échéance déterminée (1). Chaque spéculateur doit liquider à cette époque sa position, avant de se livrer à d'autres opérations.

Il faut distinguer deux opérations différentes : *la liquidation centrale*, qui s'opère entre agents de change (2), et celle qui s'opère d'agent à client.

Le Parquet avait, suivant les titres, avant le mois de juin 1920, deux sortes de liquidations : celle de fin de mois (3), et celles du quinze de chaque mois. Mais, depuis lors, toutes les valeurs, au Parquet, donnent lieu à deux liquidations par mois.

En coulisse, il n'y a qu'une liquidation à la fin de

(1) La liquidation d'une opération au comptant consiste dans un simple échange de titres et d'argent, qui s'opère d'agent à agent, ou d'agent à client.

(2) Dans cette liquidation centrale, les intermédiaires soldent les diverses opérations de leurs clients respectifs et cherchent les contre-parties pour les différents ordres donnés par ces clients. Ces opérations entre intermédiaires sont effectuées par les soins des Chambres syndicales.

(3) Cette liquidation était la plus importante parce qu'elle réglait les opérations engagées à terme sur la Rente française 3 % et sur toutes les autres valeurs à négociation mensuelle et de quinzaine.

chaque mois, ce qui permet aux spéculateurs de prévoir des variations de cours d'une plus grande amplitude pendant cet intervalle, qui est le double de celui du Parquet.

Pour liquider une position à terme sur valeurs, les spéculateurs peuvent opérer de trois manières différentes :

1° L'acheteur lève les titres contre paiement d'espèces, et le vendeur livre les titres contre remboursement ;

2° L'acheteur revend en liquidation les titres achetés et le vendeur les rachète, donc l'opération se règle par une *différence* à payer ou à recevoir ;

3° L'acheteur et le vendeur prolongent l'opération par une nouvelle convention, — ou l'un des deux, seulement, prolonge l'achat ou la vente pour la liquidation suivante. L'acheteur se fait reporter ou le vendeur reporte, comme on le verra dans notre section suivante.

Nous allons faire connaître brièvement le mécanisme de la liquidation, d'après le règlement des agents de change qui a été reproduit par la coulisse.

Les liquidations durent cinq jours, sans compter les jours fériés (art. 63 du Règlement intérieur). La réponse des primes a lieu l'avant-dernier jour du mois (ou la veille, si c'est un jour férié), à 1 heure et demie. Passée cette heure, les engagements conditionnels, devenus du ferme, se liquideront comme les autres opérations. Le premier jour — soit le dernier du mois, ou le lendemain, si c'est un jour férié — on liquide les rentes et les valeurs, et les opérations de report ont lieu.

Les spéculateurs qui refusent de renouveler ou de parfaire leur couverture sont liquidés d'office. Les deuxième

et troisième jours — soit le premier et le deux du mois — sont réservés aux agents de change et intermédiaires, pour balancer leurs comptes, se mettre d'accord sur les différences qu'ils ont à se *payer*, et les effets qu'ils ont à se *livrer*. Le quatrième jour — soit le 3 du mois — les clients effectuent les paiements et la remise des effets. Si les spéculateurs débiteurs ne règlent pas leur compte, ou ne complètent pas leur couverture, leur position peut être *exécutée* d'office, par la vente des valeurs dont ils sont acheteurs, ou par le rachat de leur position s'ils sont vendeurs. Le cinquième jour appartient aux agents de change pour les mouvements de titres ou de capitaux entre eux.

On procède de la même façon pour la liquidation du quinze, — à partir du 15 du mois, — mais avec cette différence qu'elle se fait en quatre jours au lieu de cinq.

Les opérations engagées par plusieurs agents de change, par un ou plusieurs donneurs d'ordres, ne seraient pas difficiles à liquider si les achats et les ventes avaient eu lieu au même cours, mais il n'en est jamais ainsi. Pour en faciliter le règlement, toutes les opérations sont ramenées fictivement à un cours uniforme, que l'on appelle « *cours de compensation* », déterminé par le syndic, ou un adjoint de service, d'après les cours votés le premier jour de la liquidation des différentes valeurs (1). L'acceptation du cours de compensation n'est jamais obligatoire (2). C'est sur la base de ce cours de compensation que s'effectuent les reports.

(1) Articles 66-67 du règlement général.
(2) Article 91 du règlement intérieur.

Au Stock Exchange, il y a deux liquidations par mois : une vers le 12 et l'autre vers la fin du mois. Les dates exactes sont fixées par le Comité. Les fonds consolidés, par exception, ont une seule liquidation par mois.

La liquidation dure trois jours : le premier jour (option day), on effectue la réponse des primes et les reports ; le deuxième (name day ou ticket day) est réservé au transfert des valeurs ; le troisième (pay day ou settling day), aux paiements et livraisons.

Le Comité du Stock Exchange fixe, à chaque liquidation, un cours de compensation pour tous les titres cotés.

SECTION VI

Les Reports

Opération de report.
Signification du déport.
Utilité.
Taux de report.

Le report est l'opération par laquelle le spéculateur à terme n'ayant pas, soit exécuté, soit délié, son engagement au cours de la liquidation courante, fait renouveler sa position pour la liquidation suivante.

Donc, les acheteurs et les vendeurs qui veulent conserver leur position à la hausse ou à la baisse, tout en ne levant pas et en ne livrant pas les titres, règlent, en liquidation courante, leurs différences, et ils demeurent vendeurs ou acheteurs au prix nouveau, lequel résulte du *cours de compensation*. L'acheteur est censé vendre au

comptant, à ce cours, les titres qu'il ne lève pas, comme s'il se liquidait définitivement, puis les racheter, en même temps, à terme ; son opération est appelée « *report* ». Le vendeur est censé acheter au comptant à ce cours les titres qu'il ne livre pas, et les vendre, en même temps à terme, à la prochaine liquidation ; son opération est appelée « *déport* ».

On dit que l'acheteur *se fait reporter* (f/r) ou vend au comptant et achète à terme (v/a), et que le vendeur *reporte* (r) ou (a/v) achète au comptant et vend à terme.

Le spéculateur, à la hausse comme à la baisse, peut gagner du temps en prolongeant sa position sur toute une série de liquidations, à la condition, bien entendu, qu'il paie exactement ses différences et justifie d'un crédit approprié aux risques éventuels qu'il encourt. Mais il a intérêt alors à faire appel à un marché spécial, dit des reports, car s'il opérait isolément, c'est-à-dire s'il achetait ou vendait lui-même au comptant, en vendant ou en achetant à terme, il courrait le risque de subir toutes les fluctuations des cours du marché au comptant, lequel d'ailleurs serait bouleversé par ces demandes et ces offres considérables. Au jour de la liquidation, le marché des reports mettant en présence, d'une part, les capitalistes détenteurs d'argent ou de titres, et, d'autre part, les vendeurs comme les acheteurs de titres ou d'argent, permet ainsi, par le simple jeu de la loi de l'offre et de la demande, la détermination d'un cours équitable.

Les capitalistes, qui fournissent aux acheteurs à terme les fonds nécessaires à l'exécution de leurs marchés, sont appelés « *reporteurs* ». Ils touchent, pour le service qu'ils

rendent à ces spéculateurs, appelés « *reportés* », le « *prix du report* », le « *report* », ainsi que souvent on s'exprime brièvement (1).

Ce prix du report consiste dans la différence de cours, entre celui pratiqué lors de l'opération d'achat des titres, et celui intervenu au moment de leur revente, à la liquidation courante. Le report, qui représente le bénéfice du capitaliste reporteur, est déterminé tant par l'importance des capitaux mis de la sorte à la disposition de la Bourse, que par celle des titres, dits « flottants », à lever.

Dans certaines circonstances, l'opération du report ne donne aucun bénéfice au reporteur quand elle est « *au pair* ». Mais ce cas est exceptionnel. En général, cette opération est considérée, avec raison, comme une spéculation rémunératrice et comportant peu de risques pour les capitalistes, le reporteur ayant, d'une part, la garantie du titre remis entre ses mains et, d'autre part, la caution de l'intermédiaire, qui lui assure la restitution des fonds, contre livraison du titre reporté à l'échéance du report (2). Il ne pourrait donc éprouver quelque perte, qu'au cas où lors de la liquidation de sa revente à terme, le reporté ne serait pas en mesure de solder le prix, ou de se faire reporter à nouveau, tandis qu'à ce moment, le cours des

(1) Le mot « report » s'emploie donc dans deux sens : il il désigne : 1° les opérations boursières destinées à renouveler la position du spéculateur pour la liquidation suivante ; 2° le prix de prorogation des positions d'acheteurs. Il devient alors un élément du prix total.

(2) Cette garantie est donnée au Parquet par la solidarité entre agents de change.

valeurs ayant fait l'objet de l'opération se trouverait avoir subi une dépréciation sérieuse. Or la réunion de toutes ces circonstances ne se rencontre qu'au moment des grandes crises politiques ou financières.

L'opération peut se faire en sens inverse, si c'est le vendeur à terme qui veut faire reporter son marché. Le capitaliste, propriétaire de titres de même nature, les vend au comptant à ce vendeur et les lui rachète à terme, simultanément, de manière à rentrer en possession de ses titres à la liquidation suivante. Le capitaliste reporteur qui prête ainsi ses titres reçoit une « *bonification* », que l'on appelle « *déport* » (1). Cette prime acquise au reporteur consiste dans la différence entre le cours de la négociation au comptant, qui sera le plus souvent le cours de compensation, — et celui de la négociation à terme, effectuée à un prix moindre pour la liquidation suivante. Le reporteur conserve la somme touchée comme garantie de toute perte, mais il est tenu de s'en dessaisir en débitant la prime quand le vendeur reporté livre les litres à la prochaine échéance. Cette bonification (en abrégé B) est le prix de la location des titres, comme le « *report* » est l'intérêt de l'argent prêté.

L'opération de déport se confond avec l'opération du report, car elles ont toutes deux un but et un mécanisme identiques. Cependant, il faut remarquer qu'elle est moins pratiquée à la Bourse que celle des reports. Car le déport suppose qu'il y ait des vendeurs à découvert, et non moins que les acheteurs lèvent leurs titres, ou fas-

(1) Le mot déport désigne l'opération, et il désigne aussi le résultat de cette opération pour le reporteur.

sent reporter leur position, au lieu de liquider les opérations par des différences. D'où une situation qui est parfois très dangereuse pour ces vendeurs à découvert, lesquels courent le risque d'avoir à payer de gros déports, afin de se procurer les titres en question. Mais, c'est un cas exceptionnel qui ne se produit guère en Bourse qu'aux moments extrêmes de campagnes de hausse, menées par de grands spéculateurs.

On comprend facilement l'utilité des reports pour les spéculateurs (1), principalement pour ceux qui opèrent à découvert. Le report est un moyen commode de prolonger l'opération au delà de l'échéance fixée. Le spéculateur en liant les opérations au comptant avec le terme peut parvenir ainsi à se soustraire à la liquidation courante et même finalement, à réaliser un bénéfice.

Au point de vue de la collectivité, et ainsi que l'a exprimé M. Naquet, dans son célèbre rapport, remarquons d'ores et déjà que c'est bien grâce à ce mécanisme que de nombreux capitaux peuvent recevoir la meilleure et la plus efficace utilisation.

Le report qui constitue un moyen de crédit pour les spéculateurs, et un emploi de fonds pour les capitalistes, apparaît comme une sorte de baromètre de la position de place. La part qu'il prend dans chaque liquidation est si importante que l'on a pu voir en lui la clé du système des opérations de bourse.

En effet, le taux du report dépend, comme nous venons

(1) Nous avons déjà parlé de leur utilité pour les capitalistes. V. première partie, chapitre II.

de le montrer, de l'abondance plus ou moins grande des capitaux disponibles sur son marché, aussi bien que de la quantité même des titres matière à l'opération et sur lesquels ces prêts sont gagés. Il varie donc à chaque liquidation. Le report baisse, quand l'argent est abondant sur la place, et que les valeurs sont en hausse. C'est d'ailleurs à ce moment qu'il peut y avoir déport, les vendeurs, afin de maintenir leurs titres flottants, préférant reporter leurs engagements et subir des déports, au lieu de se laisser liquider au cours du marché au comptant.

Au contraire, le report monte, quand l'argent manque sur le marché, ce qui signifie que les acheteurs se font reporter, au lieu de régler définitivement l'opération à un cours trop bas. Par conséquent, un taux élevé indique la baisse, et un taux bas signifie la hausse. Le spéculateur avisé doit consulter les reports pour le succès de son opération, parce qu'ils indiquent la direction des cours, soit vers la hausse, soit vers la baisse.

Certains professionnels, connaissant bien l'influence du taux du report sur la condition de place, font des reports hors bourse, en s'adressant à des capitalistes hors bourse, qui leur donnent l'argent ou les titres dont ils ont besoin. Par ce moyen, le marché se trouve influencé, dans un sens favorable à ces spéculateurs, grâce à des indications ainsi fournies quant à la situation respective des acheteurs et vendeurs.

Toutefois, il faut remarquer que depuis que l'ensemble du Parquet est garant de tout emploi de fonds, le taux des reports s'est sensiblement nivelé, et ne s'élève que dans le cas où l'argent est rare, ce qui, pratiquement,

équivaut à la disparition partielle d'un des avertissements les plus efficaces que le libre jeu de la concurrence donnait, jadis, aux spéculateurs imprudents.

Au Stock Exchange, le mécanisme ne diffère de celui de la Bourse de Paris que dans le taux du report. Londres n'a pas, comme Paris, un taux officiel des reports, qui est souvent arbitraire. Le taux du report, au marché de Londres, varie selon l'abondance de l'argent et suivant le crédit, très inégal, de chaque broker vis-à-vis des banquiers reporteurs.

Le mort report signifie, en anglais, « prolongation », ou, « continuation », ce qui indique la nature de l'opération. L'acheteur à terme qui se fait reporter, « *give on stock* » et le vendeur qui reporte son opération « *take in stock* ». Le mot « *contango* » ou l'expression « *backwardation* » désignent le déport.

DEUXIÈME PARTIE

L'Influence morale et économique de la Spéculation

CHAPITRE PREMIER

L'Influence morale de la Spéculation

Il n'y a guère de phénomène économique plus décrié que la spéculation en Bourse. Qui dit « spéculation », semble impliquer scandale, manœuvres frauduleuses, fortunes rapides et désastres soudains. Ne touchez pas à la Bourse, s'écrient les moralistes habituels, vous vous y ruineriez ! C'est l'inconnu de chances et d'illusions, d'espérances et de déceptions, de richesses et de ruines ; mais c'est surtout un danger pour la santé morale.

Mais c'est là se refuser à constater les côtés bienfaisants de la spéculation et la confondre absolument avec le jeu et l'agiotage. Pourtant, il y a, comme nous l'avons montré au début de cet ouvrage, une distinction assez nette qui existe entre ces trois notions boursières, et qui n'a pas échappé aux vrais spéculateurs ni aux économistes.

Chose curieuse, mais qui nous expliquera le raisonnement erroné de certains moralistes dans les matières économiques, c'est qu'ils tolèrent — même les plus sévères — les opérations au comptant, tandis qu'ils condamnent sans appel les marchés à terme comme étant l'ins-

trument, par excellence, de la spéculation coupable. Nous croyons avoir montré, en parlant du marché à terme, l'erreur de cette opinion, et comment, au contraire, le marché au comptant constitue une tentation beaucoup plus grave pour les petits capitalistes, victimes des krachs et des coups de bourse, et qui, tous, sont attirés au jeu de bourse par son intermédiaire. C'est aussi bien, nous l'avons vu, le marché au comptant qui est le plus sensible aux manœuvres et aux campagnes de hausse ou de baisse, car, sur lui, les grands achats ou ventes de certains titres agissent directement sur les cours, soit dans le sens de la hausse, soit vers la baisse. En France, l'interdiction du marché à terme, avant la loi de 1885 qui a renversé la présomption légale à son égard, n'avait d'ailleurs pas empêché le jeu et l'agiotage de se mêler à la spéculation. L'absence même du marché à terme à la Bourse de New-York n'empêche pas, à Wall Street, des manœuvres spéculatives comme celles qui ont présentement des répercussions si profondes sur tous les marchés financiers.

Si donc la spéculation a des aspects d'une moralité douteuse, c'est en réalité aux jeux de bourse et à l'agiotage qu'il faut reprocher les moyens scandaleux et immoraux qu'on impute à la spéculation.

Celle-ci ne pouvait échapper à la commune loi des institutions humaines où les pires abus accompagnent les meilleures choses (1).

Considérée sous son aspect moral, la spéculation n'a,

(1) Cf. Proudhon, op. cit., p. 9.

il est vrai, pas seulement trouvé des accusateurs parmi les moralistes. Ce sont aussi des juristes, des hommes politiques, des économistes même, qui se sont indignés assez souvent du jeu qu'elle cache. Mais elle a également des défenseurs, surtout parmi les économistes, qui n'hésitent pas à la dégager de ses abus, et à la présenter comme un élément essentiel du crédit public et privé.

Nous exposerons, en deux sections, l'accusation et la défense de la spéculation au point de vue de la morale, en rappelant que si, sans doute, la morale peut reposer sur des principes absolus et ne pas changer selon les temps et lieux, c'est au fait que le mouvement « des » sociétés humaines produit dans notre manière de » vivre des modifications auxquelles il n'est pas toujours » facile d'appliquer les règles éternelles de la » morale » (1).

L'exemple est connu de tous du prêt à intérêt, qui paraît aujourd'hui légitime à tout le monde, dès qu'il ne dépasse pas le taux légal, bien que l'Eglise l'ait longtemps condamné sous le nom d'usure, et alors, au contraire, un grand nombre d'économistes regardent sa limitation légale comme peu justifiée et même comme préjudiciable à la fortune publique. N'en va-t-il pas de même pour la spéculation, que si longtemps l'on n'a considérée comme légitime qu'au comptant ? A son égard aussi, l'état des esprits a changé, et le législateur a dû,

(1) Rapport verbal de Jules Simon à l'Académie des Sciences morales et politiques, séance du 26 novembre 1874, à propos du « Traité des opérations de bourse et de change », d'Alph. Courtois.

en raison des besoins économiques, reconnaître la légalité des marchés à terme et leur existence à côté des marchés au comptant.

Proudhon, en 1857, proclamait encore : « Quelle loi » morale, quel principe de justice peut, au for intérieur, » défendre les marchés à terme ? Aucun assurément. » Mais le rapport de Naquet, en 1882, commençait par affirmer que les marchés à terme sont l'instrument principal de la spéculation commerciale et industrielle, et que si les sociétés ne connaissaient que les marchés au comptant, cela « équivaudrait à la suppression du crédit, » tous approvisionnements de villes, ou d'Etats, toute » constitution de grandes compagnies, tous travaux » publics, tous commerces sérieux, étant par là même » supprimés ».

SECTION I

Les adversaires de la Spéculation considérée comme immorale

Les accusateurs de la spéculation semblent surtout avoir été frappés de la misère dans laquelle peuvent tomber, à la suite des spéculations aventureuses, non seulement les joueurs mais aussi leurs familles. Ils déplorent l'abandon par les producteurs de leurs professions originelles, au détriment parfois du personnel qui dépend d'eux et, d'autre part, la rapidité de grandes fortunes, constituées et changeant de possesseur indépendamment

de tout suffisant mérite, et au risque d'ébranler les bases mêmes de la société.

Dans leur zèle contre les jeux de bourse et l'agiotage, beaucoup ont entendu également condamner la spéculation, oubliant combien cette dernière, si variées que puissent être ses manifestations, demeure cependant, en principe, légitime et nécessaire.

Sans doute, c'est là une opinion bien générale que l'unique préoccupation des gens de bourse, dans la réalité, peut se résumer en ces trois mots : Jouer, Gagner, S'enrichir. Et cela, sans travail sérieux, alors même qu'il n'y a ni véritable esprit d'entreprise, ni préalable épargne personnelle, ni même aucun effort pénible ou soutenu. La Bourse, a-t-on dit, nous offre comme deux tableaux sur lesquels on peut miser : « Celui de la hausse » et celui de la baisse, de même qu'il y a deux couleurs » à la roulette ; vendre en hausse, acheter en baisse, » parier sur le rouge ou le noir, c'est tout un. Le hasard » est le grand artisan des succès et des revers » (1). Les plus grands dangers en peuvent dès lors résulter pour la moralité et les institutions sociales.

En fait, d'ailleurs, et nonobstant toutes les distinctions et argumentations scientifiques que montre la réalité à la Bourse, ce temple de la spéculation, sinon des joueurs ? La spéculation à terme, continue-t-on, est illicite et immorale, n'étant que l'art, du reste plus qu'aléatoire, de s'enrichir sans fournir aucun équivalent réel en échange.

Profitable peut-être à l'individu, la spéculation prati-

(1) Proudhon, op. cit., p. 113.

quement toujours plus en mesure, mêlée d'agiotage est au minimum stérile pour la communauté.

La production des biens ne s'est pas trouvée accrue et des millions auront pu être jetés sur le tapis sans avoir acquis la moindre utilité nouvelle pour la collectivité. Tout au plus auront-ils changé de propriétaire.

Assurément, la plupart, et Proudhon notamment, n'entendent pas condamner de façon absolue la spéculation. On l'admet, quand elle est profitable, non seulement au spéculateur, mais aussi pour le public. Le fait qu'il y a risque assumé légitime reconnaît-on, dans ce cas, l'acquisition, par qui s'y expose, des bénéfices possibles. Mais cette spéculation socialement productive, parce qu'utile aux quatre autres facteurs, — travail, crédit, transport et échange, — supposerait, d'une manière indispensable, des opérations effectives au comptant.

En 1720, à un moment où la France entière était en proie à toutes les illusions du « Système », d'Aguesseau reprit sa plume de grand magistrat moraliste pour rappeler la société égarée au culte de la vertu et de la sainte loi du travail : « La rapidité des fortunes prodigieuses » débauche ceux même qui pourraient s'enrichir par » d'autres voies plus honnêtes. Peu d'esprits sont d'une » trempe assez forte pour résister à cette tentation ; une » journée d'agiotage est souvent plus lucrative que des » années entières de peines et d'application dans les travaux pénibles des autres professions » (1).

(1) V. Mémoire sur le Commerce des actions de la Cie des Indes (1720), et « Œuvres du Chancelier d'Aguesseau », Paris, 1767, p. 265 et s.

Et d'Aguesseau, flétrissant son époque « de commerce de papier », représentait l'agioteur comme « un perturbateur du bien public et un ennemi du genre humain », lequel affaiblit et détruit, par les faux bruits et les fausses manœuvres auxquels il a recours, le fondement même du commerce, à savoir l'équilibre naturel entre acheteurs et vendeurs d'après le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande.

Mais c'était là oublier, sous le coup d'une indignation d'ailleurs bien naturelle, qu'entre ces procédés de l'agiotage et les achats ou les ventes réglés comptant, actes pour lui en eux-mêmes très légitimes et désirables — les nécessités économiques imposent une autre spéculation parfaitement licite, laquelle constitue la vie même de la finance et un moteur du commerce et de l'industrie.

Après que le Système se fut écroulé, et avec lui, tout un fragile édifice de fortunes, souvent l'on songea à faire appel à la notion juridique des « bonnes mœurs », contre le développement de la fureur du jeu (1). A leur tour, les hommes de la Convention ont fait retentir leur voix contre « cet agioteur criminel qui, par choix, met » son intérêt en compromis avec son devoir, en faisant » des opérations d'une nature telle, qu'elles ne peuvent » lui rapporter quelque bénéfice qu'au détriment de la

(1) V., par exemple, arrêt du Conseil du Roi de 1785, contre « cet agiotage désordonné que tout sage négociant réprouve, qui met au hasard les fortunes de ceux qui ont l'imprudence de s'y livrer, détourne les capitaux de placements plus solides et plus favorables à l'industrie nationale, excite la cupidité à poursuivre des gains immodérés et suspects. »

» chose publique » (1). On se sert de l'expression « agioteur », mais dans un sens des plus compréhensifs et dont l'application aux simples spéculateurs ne pouvait faire, en l'espèce, d'autant moins de doute que l'objet de ces textes était, notamment, de frapper d'une nullité absolue tous les marchés non opérés au comptant.

Dans le courant du XIXe siècle,, avant comme après Proudhon, nombreuses auront été les protestations contre la spéculation entachée de jeu de bourse, où le spéculateur ne lutte pas seulement contre le hasard, mais où il est encore, affirme-t-on, le jouet de combinaisons tramées par des puissances occultes.

Sous le Premier Empire, en 1807, le rapporteur du projet de Code de commerce pour le titre relatif aux Bourses, entendait justifier par là une disposition qu'il déclarait d'une nécessité absolue, à raison du jeu alors grandissant sur les effets.

Les emprunts du gouvernement de la Restauration devaient donner un essor nouveau à la spéculation en Bourse. C'est à ce moment que l'opinion commença à ne plus être unanime pour la juger. Malgré tout, si quelques défenseurs des opérations à terme firent ressortir, d'une manière encore d'ailleurs timide à côté des inconvénients connus de tous, l'importance des avantages qu'elles comportent, les adversaires continuèrent à former une imposante majorité, soit dans la Magistrature, soit dans les Assemblées législatives.

La Magistrature, dans l'affaire Perdonnet contre de

(1) Arrêté du 2 Ventôse, an IV.

Forbin-Janson, en 1823, voulut même inaugurer un système judiciaire sévère, dans son désir de mettre « un » frein à cette ardeur immodérée de s'enrichir », et qui aurait poussé les pères de famille eux-mêmes à abandonner leurs professions « honnêtes et utiles », pour des opérations « désavouées par la morale, et toujours » suivies d'une ruine complète ou d'une fortune scandaleuse ».

M. de Girardin, dans le discours qu'il prononça à la Chambre, en 1824, à propos de la Bourse, accusait la spéculation d'établir entre les classes sociales une honteuse émulation y montrant confondus... « le duc et le » marquis, le comte et le baron des deux régimes, le » ci-devant président à mortier, le conseiller d'Etat de » l'Empire, le préfet appelé à d'autres fonctions, le général en retraite ou en disponibilité, le magistrat, le » savant, l'homme de lettres, l'artiste dramatique, tragique ou comique, le danseur de l'Opéra, le maître et » le valet se soudoyant, se rudoyant, pour tâcher de parvenir un peu plus tôt à l'endroit où le crieur proclame » le cours qui enrichit les uns, appauvrit les autres et » fait naître, au même instant, la joie et la tristesse... ».

C'est également dans le camp des moralistes, que l'on retrouve l'auteur des « Manieurs d'argent ». Oscar de Vallée effrayé par la mentalité nouvelle qu'il croyait apercevoir, retrouva les accents de d'Aguesseau pour lancer un cri d'alarme auquel s'associèrent deux autres magistrats, MM. Barbier et Blanche, le premier dans un discours de rentrée de la Cour de Paris, le 3 novembre

1857 ; le second, d'une audience solennelle de la Cour de cassation le 4 novembre 1861.

Un grand spéculateur américain, Daniel Crew, venant de son côté affirmer, peu après la guerre de Sécession : « En plus des événements courants, nous, les gaillards » de Wall Street, avions encore à spéculer sur les hasards » de la guerre, ce qui donne toujours beaucoup d'activité » à une Bourse. Il est bon de pêcher en eau trouble » (1).

Beaucoup s'en tiennent encore à de telles considérations, et le vote de la loi de 1885 ne les a pas fait entièrement abandonner, même en France.

SECTION II

Les défenseurs de la Spéculation

L'année même où paraissait le mémoire de d'Aguesseau, l'abbé Terrasson tentait de le réfuter, dans trois lettres publiées au « *Mercure de France* », et toutes d'ailleurs assez faibles. Son argumentation se résumait en ceci, que la spéculation à terme est bonne parce qu'elle est nécessaire.

Le comte Mollien aura été le premier défenseur pénétrant et considérable de la spéculation. Alors qu'il était encore Premier Consul, Bonaparte, mécontent de la spé-

(1) Warshow (R. Irving), op. cit., p. 60. Proudhon, op cit., p. 24.
Et d'une manière générale, cf. l'appréciation de Laurent dans son « Projet de révision du Code Napoléon », assez objective, mais qu'il termine ainsi : « ... S'il est utile que les sociétés soient riches, il est nécessaire avant tout qu'elles soient morales. »

culation à la baisse qui sévissait sur les effets publics, l'avait mandé près de lui en sa qualité de directeur général de la Caisse d'amortissement et son Ministre du Trésor. Bonaparte lui demanda des explications sur « les » principales affaires de la Bourse qui se font entre des » joueurs qui vendent des effets qu'ils n'ont pas, ou qui » ne pourraient pas payer complètement le prix de ceux » qu'ils achètent » (1).

Mollien lui répondit que sans doute l'on y recherche des profits, mais que l'expérience de tous les jours prouvant que les engagements contractés sur ce marché spécial se remplissent aussi exactement que ceux qui sont pris sur tout autre, « il faut bien que dans le délai fixé, » il soit virtuellement possible aux vendeurs de se pro» curer les effets publics qu'ils doivent livrer, et aux » acheteurs de solder ceux qu'ils ont acquis. » Assurément, il peut arriver qu'à la Bourse on manque à sa parole, « mais ce scandale, ajoutait-il, y est plus rare et » moins toléré qu'ailleurs ».

Pour justifier l'existence des marchés à terme, il les compara à cette habileté, applaudie de tous, du négociant qui achète des denrées pour une somme bien supérieure aux capitaux qu'il possède en ce que, étant sûr, de par un examen minutieux des besoins de la consommation, qu'il aura pu revendre, et avantageusement, avant l'échéance des termes qu'il a convenus pour ses paiements.

Le Premier Consul, on le sait, était tenace. Il demanda qui étaient maintenant les arbitres du cours de la Dette

(1) V. « Mémoires d'un Ministre du Trésor Public », p. 250.

Publique ? N'étaient-ce pas des hommes « sans état, » sans capitaux, sans patrie », vendant et achetant chaque jour beaucoup plus de rentes qu'il ne s'en trouve réellement sur le marché, et n'offrant au public aucune garantie ?

Sous la Restauration, Perdonnet, dans sa plaidoirie personnelle, afin de repousser « d'humiliantes comparaisons » expliqua que les marchés à terme avaient, par exemple, le grand avantage d'empêcher les écarts brusques et considérables sur la rente ; que pour éviter des soubresauts dans les cours, il fallait des marchés à terme, des spéculations à la hausse comme à la baisse, « qu'on » vendit ce qu'on n'a pas, qu'on achète ce qu'on ne veut, ni ne peut payer ».

Vers la même époque, un publiciste, Prieur-Delacombe, pour réagir contre les tendances de la jurisprudence, déclarait, dans une brochure (1), que les opérations à terme sur les valeurs ne devraient pas être moins licites que celles qui se font sur les marchandises.

M. de Villèle, lui-même, ministre des finances, déclarait, à la Chambre, en 1824 (2), à propos de son projet de conversion de rentes 5 p. 100, — tout en ayant soin, selon la haine de tradition parlementaire, de condamner l'agiotage, — que ce qui permet ce dernier, c'est l'incertitude, le maintien ou le développement de conditions difficiles

(1) Prieur-Delacombe : « Des marchés à terme d'effets publics considérés d'après les principes généraux des contrats, sous le rapport de la légalité du titre et de la solidarité de l'engagement », Paris, 1823.

(2) Séance du 30 avril 1824 ; V. *Le Moniteur* du 25.

à prévoir comme à apprécier. Et il termina son discours par cette considération, que c'est une vaine prétention que de vouloir jouir des avantages du crédit, sans subir aucun de ses inconvénients.

Remarquons qu'ainsi, pour M. de Villèle, c'étaient les nécessités du crédit public et les exigences financières qui constituaient la justification des spéculateurs à terme.

Vendre ce qu'on n'a pas, c'est simplement s'obliger à livrer une chose qu'on se propose, et qu'il vous est possible, au préalable, d'acheter, écrivait vers la même époque, un jurisconsulte, M. Frémery, dans ses Etudes de Droit Commercial, parues en 1823. En supposant que l'on n'ait jamais l'intention que de payer ou de recevoir une différence, selon l'événement, qu'est-ce que cela même a d'illicite ? Le commerçant au détail n'est-il pas dans l'usage, depuis toujours, d'acquitter ses propres engagements avec le produit de ses reventes, gardant pour lui la différence ? Or, ce n'est pas autre chose, que fait le spéculateur.

La spéculation a trouvé un défenseur convaincu en la personne d'un très haut magistrat, Troplong, qui, conseiller alors à la Cour de cassation, déclarait, en 1843, dans son « *Traité de Contrat de sociétés* » (1), que le long mémoire de d'Aguesseau, par lequel celui-ci essaya de prouver que le commerce de la Compagnie des Indes roulait sur un gain vicieux et injuste, était un pressentiment des désastres que devait engendrer le système de Law. Ce qui n'empêchait que, si l'on en étendait les prin-

(1) Préface p. XC.

cipes au commerce des actions en général, « on étouffe-
» rait le crédit sous les subtilités du casuiste timoré ».

Deux ans plus tard, lorsque parut son « *Traité des Contrats aléatoires* », ses idées ne s'étaient point modifiées, car il disait encore : « Que deviendrait notre crédit si
» l'on cantonnait les opérations de la Bourse dans les
» marchés au comptant, et si l'on chassait la spéculation
» qu'il ne faut pas confondre avec le jeu... Les marchés
» à terme faits de bonne foi et dans une intention
» sérieuse, sont licites. Ils sont l'œuvre de spéculations
» légitimes, qui rentrent dans les données élémentaires
» du commerce (1) ».

Mirès, financier et directeur de la Caisse des chemins de fer, a, dans son journal, « Le Constitutionnel », numéros des 7 et 8 septembre 1857, opposé au livre « Les Manieurs d'argent », un long article dans lequel, combattant la thèse appuyée par M. de Vallée, sur l'antique autorité de d'Aguesseau, il se proposait de démontrer, en premier lieu, que le Chancelier avait nettement prouvé qu'il n'entendait rien aux questions de crédit, d'autre part, que la spéculation boursière n'est pas plus nocive que la spéculation commerciale ou industrielle. Et il rappelait que l'on devait la plus grande partie du développement inconnu jusque-là, donné aux vastes travaux d'utilité publique, aux grands financiers, lesquels ont aussi eu « une large part dans le succès de la guerre d'Orient ». Ces hommes auraient eu le tort, dit-on, d'avoir surexcité l'esprit de spéculation et d'agiotage.

(1) Contrats aléatoires, nos 132 et 151.

Mais, sans l'esprit de spéculation, de pareils résultats auraient-ils pu être obtenus ? Et s'il peut, au milieu d'un accroissement immense de la richesse générale, déterminer des malheurs particuliers, « parce qu'il y a des négo-
» ciants qui font faillite, faut-il supprimer le commerce ?
» Et parce qu'on a vu des chaudières éclater, faut-il pros-
» crire l'emploi de la vapeur ? »

Sa conclusion est que la spéculation n'est immorale que pour l'individu qui en abuse, mais qu'elle n'exclut nullement par elle-même le souci de la probité et du patriotisme.

Dès la première édition de son traité des « *Opérations de Bourse* », en 1850, l'économiste Alphonse Courtois a dénié que les opérations à terme soient, en tous points, assimilables à des parties de jeu, et que le hasard soit leur unique ou leur principale loi (1). Car, à la Bourse, on l'a vu, c'est le moindre de tous les éléments en cause. Leur recherche et leur évaluation nécessitent un labeur sérieux. Elles peuvent donc être la source de profits n'ayant à supporter, au point de vue de la morale, aucune comparaison défavorable, avec les bénéfices du commerce et de l'industrie.

Le même auteur precise encore davantage la connexité étroite, qui existe entre les profits obtinables de la spéculation à la Bourse, et les bénéfices du commerce et de l'industrie. L'industriel, le commerçant, l'homme de bourse, ont chacun leurs moyens. Mais, au fond, n'est-ce pas toujours *l'intelligence qui cherche, découvre et*

(1) Alph. Courtois, Traité, 14e éd., p. 25.

agit à ses risques. Il y a toujours capital risqué. L'esprit d'invention est en honneur, qu'il s'agisse de l'industriel qui s'efforce de diminuer des prix de revient, ou du commerçant qui se propose de rapprocher le plus rapidement possible les parties avec promptitude et donc, de leur économiser du temps. Pourquoi blâmer l'homme de bourse qui, constatant des écarts excessifs souligne les placements avantageux, pousse à la mobilisation des valeurs, et contribue à l'augmentation de la richesse publique par une circulation plus active des capitaux ?

Repoussant énergiquement cette accusation que la spéculation développe les mauvais instincts et entraîne à des actes répréhensibles, il montre que le laboureur traçant son sillon, le navigateur livré au péril de la mer, le négociant qui risque son honorabilité et sa fortune, l'industriel qui expose tout son avenir dans une entreprise, tous ont également l'intérêt pour guide, leurs devoirs moraux préalablement accomplis.

La spéculation, d'ailleurs, exige beaucoup de travail. De nombreuses écoles sont, avant de fructifier son fruit, inévitables et, au reste, ne peuvent jamais éliminer le risque. Le plus faible élément, non prévu, ou imprévisible, n'y peut-il déjouer tous les calculs ? Les bénéfices, quand il y en a, sont donc loin d'être en disproportion avec le risque et le prix de revient.

On a accusé la spéculation, comme nous l'avons vu, d'être contraire au patriotisme ou à l'intérêt général, et, spécialement, dans le cas des opérations à la baisse.

En réalité, l'argumentation n'a rien de spécial à la spéculation en bourse. On pourrait aussi bien l'invoquer

contre l'industriel qui apprend sans déplaisir que l'usine rivale est ou va se trouver détruite. Il en est d'ailleurs de même pour tout commerce. Chacun désire, naturellement, vendre le plus cher possible et acheter au meilleur marché. De là, des prises en considération d'hypothèses qui demeurent fort innocentes, « pourvu que l'on » ne fasse rien qui tende à amener de pareils résul- » tats (1) ».

On dénonce ces appels au dévouement, et au patriotisme, pour des opérations soumises à la loi de l'offre et de la demande. Ne reviennent-ils pas, en maintes circonstances, à un acte de foi exigé par ceux qui dirigent les affaires du pays, ses finances, son commerce ou son industrie, en une affirmation que tout est suffisamment et parfaitement réglé par leurs décrets ?

De pareilles accusations ne proviennent-elles pas aussi bien souvent, de la fausse idée que l'on se fait de l'Etat, dont la prospérité, pourtant, suppose que chacun s'applique avec soin à ses affaires personnelles.

Anatole Leroy-Beaulieu, dans un article de la « Revue des Deux-Mondes » (2), n'a pas hésité à écrire ces lignes, si significatives : « Le marché de Paris s'est retrouvé » intact au milieu des ruines de la guerre et de la Com- » mune et, la paix à peine ratifiée et l'insurrection domp- » tée, il s'est mis à travailler au relèvement de la France; » car c'est bien au relèvement de la France que travail- » lèrent, sous Thiers et Mac-Mahon, agents de change

(1) Cf Alph. Courtois, op. cit., p. 220.
(2) N° du 15 février 1897.

» et courtiers. La Bourse a eu, aux plus mauvais jours, » un mérite peu commun : elle a fait un acte de foi en » la France... et, cette fois en la France, elle l'a répan- » due autour d'elle, chez nous, et au dehors. La spécula- » tion a été patriote à sa manière, elle a montré en nous » une confiance que la prudence de plus d'un sage taxait » de téméraire. »

Sans doute, il est certain que l'habitude des tractations aventureuses peut exercer une influence néfaste, notamment en poussant au luxe et à la prodigalité. Mais, sauf en des cas exceptionnels, l'Etat n'est pas plus justifié à s'en occuper au point de vue moral qu'au point de vue économique.

Worms, dans son ouvrage déjà indiqué (1), a fort bien dit à propos des marchés à terme, que les fautes individuelles de quelques-uns, sont sans lien avec le principe et le mécanisme. Il n'est rien, en effet, qui ne puisse servir à un crime, ou à déterminer un accident. Le désir de faire régner à tout prix la morale, n'aboutit-il pas, du reste, aussi, parfois, à diminuer ce qui donne à cette dernière tant de sa beauté et de sa valeur, puisque ne tendant rien moins qu'à rendre impossible l'attitude contraire, — l'indifférence à l'immoralité ?

L'impression que laisse cette controverse, qui durera tant qu'il y aura des hommes, c'est qu'accusateurs comme défenseurs, tombent volontiers dans deux excès contraires. Les premiers condamnent la spéculation, tout empreints qu'ils sont de sentiments irraisonnés et de pré-

(1) Emile Worms, op. cit., p. 522 et s.

jugés, la déclarant incompatible avec la morale. La plupar des seconds passent trop vite sur le côté moral au nom des « nécessités » (1).

Nous n'adoptons ni l'une, ni l'autre, de ces conceptions extrêmes. Nous nous en tenons à la distinction première que nous avons faite entre la spéculation boursière, proprement dite, le jeu de bourse et l'agiotage.

Qu'elle soit pratiquée au comptant ou à terme, la spéculation, au sens propre, constitue une opération réelle, soumise à un risque, une négociation qui n'a rien de fictif et qui n'exclut ni la probité, ni la bonne foi. Féconde, souvent, et nécessaire, comme on le montrera encore davantage, au crédit public et privé, elle ne méconnaît pas le patriotisme, ni les exigences de la morale. Ses bénéfices sont légitimes, dans la mesure où ils sont dûs à l'intelligence et au travail. Tout spéculateur assume des risques et donc fournit parfaitement une prestation antérieure et nullement limitée aux gains qu'il perçoit. Il n'y a rien là d'immoral.

Les gains extrêmes sont la contre-partie de risques

(1) C'est ainsi qu'à son époque déjà, un homme de la pratique, Ernest Feydeau, dans ses *Mémoires d'un coulissier*, p. 13, allait jusqu'à cet aveu : « Le véritable besoin du » XIXe siècle, c'est de gagner de l'argent, beaucoup d'argent, » Chacun de nous, sans se l'avouer, à la conscience que de » nos jours, moins que jamais, il ne sera possible de vivre » agréablement, et même honorablement, sans argent. Cha- » cun comprend que, nulle part, le travail n'est suffisam- » ment rémunérateur et ne saurait l'être..... Or jusqu'ici, » on n'a rien découvert de mieux et de plus pratique que » la spéculation. La spéculation est la seule chance que » nous ayons, quand le hasard a oublié de déposer des ins- » criptions de rentes dans notre berceau, pour nous don- » ner quelques-unes des petites douceurs de la vie. C'est » malheureux, sans doute, mais c'est ainsi.., »

équivalents. Des bénéfices suivis ne sont possibles que grâce à des qualités exceptionnelles de clairvoyance et de sang-froid, dont l'exercice n'enrichit pas seulement celui qui les possède, mais encore est nécessaire à la prospérité d'une place de commerce. Comme l'a écrit le Président Colson : « *Spéculer*, c'est *prévoir*, et un grand marché ne peut subsister sans un personnel nombreux d'hommes d'affaires, ayant pour métier de se renseigner et d'agir dans le sens indiqué par leurs prévisions. Or, c'est seulement avec un grand marché que les affaires se développent, que les ressources nécessaires aux entreprises un peu vastes parviennent à se grouper, et qu'une large production peut être assurée de trouver un écoulement régulier (1). »

Ainsi, les spéculateurs peuvent s'enrichir sans nuire à l'intérêt général. Les événements leur donnent-ils même un démenti sur certains points, ils sont en mesure de compenser leurs pertes par d'autres combinaisons que, professionnels, ils savent pratiquer en temps opportun.

Sans doute, l'on rencontre aussi à la Bourse ceux qui s'y aventurent en en ignorant tout. Au fond, ne seraient-ce pas surtout ces purs joueurs que les moralistes entendent protéger contre leur aveuglement ? De tels amateurs, menu peuple ou gens du monde, sont, en effet, les victimes les plus désignées des agioteurs, dans leur recherche de la fortune, par les moyens les plus faciles et les plus courts. Mais s'il est exact qu'après les grandes tourmentes et aux époques troublées, il peut y avoir là un véritable

(1) Cours d'Economie Politique, édit. 1926, t. Ier, p. 66.

péril social, ne suffit-il pas, comme le demandait Anatole Leroy-Beaulieu, de s'efforcer d'écarter de la Bourse « tout ce qui n'est pas hommes d'affaires » (1). Car, il est bien évident et, à cet égard, des exemples mêmes très récents ne font pas faute, que si, sous prétexte de spéculation avertie, le jeu en bourse se répandait dans toutes les classes de la société, la richesse publique et privée, du moins quant à sa répartition, ou sa représentation financière, n'aurait plus de bases fort solides.

Le législateur, cependant, s'illusionnerait, qui se flatterait d'écarter à coup sûr gens du peuple ou hommes du monde, de la Bourse, laquelle peut être combien plus dangereuse que le jeu ordinaire où le hasard, pourvu qu'il ne soit pas trop sollicité, et sous réserve des taxes et prélèvements, vous laisse des chances. Mais à la Bourse, qui n'est pas du métier a toutes les chances contre lui, En réalité, il mise sur des illusions ou, en tout cas, sur ses impressions toutes subjectives (2).

Le meilleur remède, le seul d'ailleurs préventif, ne consiste pas dans l'interdiction de la spéculation à terme, mais, bien plutôt, dans l'éducation morale.

On objecte qu'à la Bourse l'escroquerie a beau jeu. Mais elle n'en a nullement le monopole.

Nous reconnaissons pleinement que l'agiotage est immoral, et que ceux qui s'y livrent trouvent, malheureusement, parmi les joueurs, des dupes qui les croient. Nous

(1) V. Bulletin de la Société de législation comparée nos 4 et 5, 1898, p. 280.

(2) Cf. Vercamer : « La question internationale des jeux de bourse en Egypte », p. 23.

n'hésiterons pas à affirmer sans ambages que leurs opérations ne constituent, le plus souvent, que purs abus de confiance, violation des secrets de l'Etat, trahison véritable de la foi publique et envers la société.

Ce sont eux les colporteurs des faux bruits et des fausses nouvelles, les initiateurs des coups de bourse injustifiés.

Mais ne nous en laissons à nous-mêmes trop conter par de prétendues victimes.

Le célèbre agioteur américain, déjà mentionné, Daniel Drew, quand il était le maître de « l'Erie Railway », confia un jour une indication précieuse à un diacre de l'église à laquelle il appartenait, mais en lui recommandant expressément de ne la communiquer à personne. Le diacre, comme Daniel Drew l'avait bien présumé, n'eut rien de plus pressé que de le répéter à une foule d'amis. Tous en firent usage à leur détriment, et au grand bénéfice de Daniel Drew. Le diacre indiscret vint le trouver, tout déconfit, pour se plaindre amèrement du résultat désastreux pour lui de l'opération. Sur quoi, Daniel Drew l'indemnise complètement du montant de sa perte. Mais, répartit le diacre, il y a aussi le diacre Jones, le diacre Brown et le diacre Smith, qui ont fait également de lourdes différences. — C'est possible, répliqua le bienveillant agioteur, mais ne vous ai-je pas recommandé de ne rien leur dire de ma confidence ?

On sait qu'en France, traditionnellement, les articles 419 et suivants du Code Pénal punissent les fausses nouvelles, répandues, dans le but de déterminer une hausse ou une baisse fictives sur le marché, et afin de

réaliser un gain « qui ne serait pas le jeu naturel de l'offre et de la demande » (1). Mais, en fait, ces manœuvres sont rarement saisissables par la Justice (2), de même que les deux opérations d'agiotage qu'on nomme : *l'étranglement* et *l'écrasement*.

« L'étranglement » — ou le fait d'*étrangler le découvert* — c'est, tout en suivant les directions du marché ou en exagérant seulement ses tendances du moment, l'acte qui consiste à forcer, par la multiplication de ses ordres

(1) Article 419 nouveau du Code Pénal tel que modifié par la loi du 3 décembre 1926. — « Tous ceux qui, par des faits » faux ou calomnieux, semés sciemment dans le public, par » des offres jetées sur le marché à dessein de troubler les » cours, par des suroffres faites aux prix que demandaient » les vendeurs eux-mêmes, par des voies ou moyens frauduleux quelconques ; ou qui, en exerçant ou tentant d'exercer, » soit individuellement, soit par réunion ou coalition, une » action sur le marché dans le but de se procurer un gain » qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de » la demande ;

» Auront, directement, ou par personne interposée, opéré » ou tenté d'opérer la hausse ou la baisse artificielle du prix » des denrées ou marchandises, ou des effets publics ou » privés ;

» Seront punis d'un emprisonnement de deux mois à deux » ans et d'une amende de 2.000 à 100.000 francs. »

(2) Il n'est pas douteux que toute manœuvre frauduleuse prouvée doit être sévèrement réprimée. Seulement, il est souvent difficile de distinguer un acte de mauvaise foi, d'une erreur commise de bonne foi. Or, en cas de doute, il est impossible de prononcer des pénalités et la preuve est bien difficile à fournir. Sur toutes ces questions pour le droit français, Léon Mazeaud : « Le problème de l'union des producteurs devant la loi française », Dalloz 1924 ; « La répression du bénéfice exagéré dans la loi du 3 décembre 1926 », in Revue critique de législation et de juridprudence ; « Le délit d'altération des prix », Dalloz, 1927 ; « Le régime juridique des ententes industrielles et commerciales en France », Sirey, 1928.

d'achats, les vendeurs à découvert imprudents, sans surface suffisante pour être sûrs de livrer effectivement, à se racheter à des prix élevés, dès l'instant que des circonstances ébranlant la confiance du public, ne viennent pas faire affluer subitement les titres sur le marché et justifier les prévisions des spéculateurs à la baisse.

« L'écrasement » réside dans l'action inverse : le spéculateur à la baisse, qui peut jeter plus de valeurs sur le marché que ses rivaux n'en peuvent acheter, est dit *écraser le marché*.

On peut déplorer ce genre d'escroqueries, de charlatanisme, de chantage qui donne parfois au monde des affaires modernes un assez fâcheux aspect (1).

Mais les tribunaux peuvent éprouver quelque peine à réprimer ces abus, car la distinction entre la spéculation technique et l'agiotage n'implique pas de nombreux opérateurs. L'intention coupable d'un seul peut suffire, mais qui ne voit que c'est là une preuve bien difficile à rapporter, faute d'indices indiscutables et d'éléments objectifs.

Une publicité aussi large que possible est encore le moyen le meilleur. Et il est heureux, à cet égard, que l'amplitude du marché dans les différents pays des valeurs mobilières, que le nivellement tendant continuellement à s'opérer entre eux, grâce à la facilité des communications, empêchent le plus souvent ou fassent promptement disparaître toute différence factice des cours. En fait, la plupart des agioteurs, qu'ils soient grands comme petits, n'échappent pas à la ruine. L'histoire le démontrerait des tentatives d'accaparement qui se produisent de temps à autre (1).

(1) Cf. Colson, Cours d'Economie politique, t. IV, p. 287. On rappelle l'exemple de la hausse des actions de la banque de l'Union Générale passant de 750 francs, à la fin de 1879, à 3.000 francs en janvier 1882. Les vendeurs eussent été à la merci des accapareurs si la Banque de Lyon et de la Loire, étroitement liée au groupe de l'Union générale, n'était pas venue jeter la panique dans le groupe.

(1) Worshow, op. cit., où on trouve plusieurs exemples typiques.

CHAPITRE II

L'Influence économique

SECTION PRÉLIMINAIRE

Les adversaires de la Spéculation pour des raisons économiques

Même au point de vue économique, la spéculation a eu des adversaires passionnés.

La Bourse, affirment-ils, n'est pas seulement un foyer d'immoralité ; elle est encore dangereuse au crédit public et privé. C'est là que la crédulité populaire est exploitée par ces opérations qui jettent la ruine et le désordre dans la société. C'est encore là que se forment, dans les bas-fonds du monde financier, ces courants changeants et divers qui agitent par sauts et soubresauts le cours des valeur, au grand dam de l'équilibre social.

Assurément, dans ses conclusions économiques contre le commerce des actions, le chancelier d'Aguesseau se préoccupe moins du crédit public que des bonnes mœurs. Troplong fait remarquer à cet égard, justement

dans son « *Traité du Contrat de Société* », que mû par des idées tranchantes, d'Aguesseau a pu sembler préconiser jusqu'à l'abolition même du commerce des actions : « De » sorte que, si on l'eût pris à la lettre, il eût fallu fer- » mer la Bourse d'Amsterdam et ruiner le crédit de la » Hollande ! A l'heure qu'il est, il faudrait murer les » portes de la Bourse de Paris » (1).

Coffinières, avocat du temps de la Restauration, a contribué, plus que tout autre, à faire triompher, en 1823, une jurisprudence rigoureuse contre la spéculation à terme. Pour donner plus de retentissement à des procès dirigés par lui contre des agents de change, il fit paraître un ouvrage dans lequel il examinait, au point de vue du crédit public, l'influence de ces sortes d'opérations (2).

Pour lui, le dilemme est rigoureux : Ou les spéculations à la hausse comme à la baisse dirigent les cours des effets, ou elles n'ont sur eux aucune influence. S'il y a vraiment action dans le sens de la baisse, le crédit public est ainsi placé entre les mains des spéculateurs, toujours prêts à le sacrifier à leur intérêt personnel.

Contre ceux excipant d'observations concernant la hausse durable des fonds d'Etat, notre auteur répond que celle-ci tient alors à la puissance et à la prospérité de la nation, à ce que la confiance dans son gouvernement s'est progressivement développée les spéculateurs misant en toute indifférence, sauf pour ce qui a trait à leur intérêt personnel. En réalité, ce seront les vrais épargnants

(1) Troplong, op. cit., p. XCVI.
(2) Coffinières : « Des spéculations de Bourse », p. 462 et s.

sérieux qui auront enlevé la Rente, et le cours des événements politiques qui aura influé, tour à tour, sur sa hausse ou sur sa baisse.

Qu'on ne dise pas d'ailleurs que les spéculateurs empêchent les brusques variations des fonds. Une telle conduite de leur part serait absurde, puisque précisément leurs gains dépendent de la cadence et de l'ampleur des hausses ou des baisses. « Si on vend, ou si on achète » tous les jours une masse de rentes, qu'on sait ne pou- » voir livrer ni payer, c'est qu'on sait qu'un ensemble » d'opérations à la hausse ou à la baisse peut amener » des mouvements dans un sens ou dans un autre » (1).

A l'objection que le cours de la Bourse est le thermomètre du crédit public, Coffinières répondait qu'encore ce thermomètre doit-il n'être influençable que par les événements ayant une influence réelle et démontrée sur la prospérité de l'Etat. Or, avec les opérations à terme sophistiquées, c'est l'intérêt du spéculateur qui détermine le mouvement : « Le thermomètre est faussé. »

La spéculation et les marchés à terme sont-ils du reste indispensables, par exemple, au succès des emprunts d'Etat ? Ici, se rendant peut-être lui-même compte de la faiblesse de ses arguments, l'avocat Coffinières s'est contenté de critiquer les moyens employés afin de faire réussir un emprunt, par mise à l'enchère, demandant, en particulier, qu'au lieu de traiter avec une compagnie unique, on fasse soumissionner par fractions minimes, et non en bloc. Dans de telles limites, toutes opérations

(1) Coffinières, loc. cit.

même à terme seraient parfaitement honnêtes et sérieuses. Elles n'auraient aucun caractère de fictivité.

J.-B. Say, au fond, n'était pas loin de partager une opinion analogue, lorsqu'il déclarait : « On n'augmente » pas la somme des richesses sociales lorsqu'on vend une » marchandise au delà de sa valeur, parce que l'acheteur qui la paie plus qu'elle ne vaut, perd tout ce que » le vendeur y gagne, ajoutant même que ce cas, toutes » les fois qu'il arrive, s'il n'est pas nuisible aux richesses, est fâcheux pour la morale, qui reçoit un double » outrage, par une perte qui n'est pas méritée, et par un » gain qui ne l'est pas davantage » (1).

Reprenant et accentuant la thèse de Coffinières, on s'efforça de démontrer que la spéculation demeurait pernicieuse alors même qu'elle contribuait à élever le cours de la rente. On affirmait que la hausse des fonds publics n'est nullement une preuve que le pays soit florissant, mais bien plutôt un signe de l'emprise des agioteurs, du goût du jeu, comme surtout d'un abandon au procédé facile des emprunts, dont les titres d'ailleurs commencent toujours par passer entre les mains des spéculateurs, avec gros bénéfices pour ces derniers, avant de se classer dans les portefeuilles des petits et vrais rentiers, seuls, par contre, à subir le plein des chances défavorables, que jamais ils n'ont pu prévoir (2).

On trouvait, d'autre part, que la spéculation à terme

(1) « Traité d'économie politique », t. III, p. 37.

(2) Déchalotte : « Description de toutes les manœuvres et intrigues employées à la Bourse », Paris 1832, p. 46.

détourne des masses énormes de capitaux d'emplois plus profitables pour a communauté. Si l'on ne pratiquait plus que des opérations au comptant, point de doute que l'agiotage disparaisse aussitôt. Toutes les affaires, tant commerciales qu'industrielles, agricoles ou financières, en retireraient un profit immense. Une libre et saine circulation des capitaux mobiliers, libérée désormais des filets de l'agiotage, augmenterait non seulement la confiance, mais, en facilitant la constitution et la bonne marche des entreprises sincères, fournirait aussi des emplois plus nombreux aux travailleurs.

Proudhon, à son tour, ne manqua pas de condamner, au nom des principes économiques, la spéculation à terme, comme « dépourvue de productivité et d'utilité, » et aussi stérile, pour la société, que le sont, pour l'aug» mentation de la richesse humaine, les paris entre » joueurs » (1).

Les critiques, même les plus vives, élevées contre la spéculation n'ont pu triompher des faits économiques. Nous n'hésitons pas, pour notre part, à reconnaître le rôle essentiel de la spéculation de bourse, dans le développement essentiel de la spéculation de bourse, dans le développement du crédit public et privé.

Il n'est jusqu'au législateur qui, en France, n'ait dû se résoudre finalement, sous la pression des exigences de la vie réelle, à reconnaître la légalité des marchés à terme, et même des règlements différentiels par la loi du

(1) Proudhon, op. cit., p. 10 et s.

28 mars 1885, laquelle, comme il allait de soi, ne s'applique qu'à la spéculation, au sens économique du mot, et non à l'agiotage.

Comme l'écrit M. Perreau : « Proscrire le marché à » terme, ne serait pas supprimer la spéculation ; ce serait » simplement la déplacer, et, en la rejetant sur le marché » au comptant, lui enlever la plus grande partie de son » action régulatrice » (1).

Pour réprimer les abus, comme pour les prévenir, le moyen le meilleur et le plus efficace est encore une publicité très large des opérations. Mais c'est ce qu'assurent le mécanisme et les usages mêmes de la Bourse. La vraie mission des pouvoirs publics, en la matière, est de les sanctionner, et d'en surveiller la stricte et loyale application.

Nous espérons le montrer mieux encore par les développements qui vont suivre.

SECTION I

La Spéculation et le Crédit public

Définition du crédit public.
Son développement.
Utilité des emprunts, et leur nécessité.
Le rôle indispensable de la spéculation pour la réussite des emprunts.

Le crédit implique la confiance. On pourrait définir le crédit public, l'ensemble des éléments qui décident à se dessaisir d'une valeur et à en laisser l'usage, et même

(1) Perreau, Cours d'Economie politique », t. I, n° 540.

la disposition, à l'Etat, ou à telle autre personne administrative, pour une période dont le terme peut même ne pas être stipulé.

Depuis presque un siècle et demi, la plupart des Etats ont largement fait appel au crédit. Le chiffre des différentes dettes publiques s'est considérablement accru ; d'après les chiffres reproduits, indiqués d'ailleurs sous toutes réserves, par Paul Leroy-Beaulieu, les engagements des Etats civilisés se seraient élevés à 13 milliards en 1793, 38 milliards en 1820, 43 milliards en 1848, 98 milliards en 1869, 180 milliards en 1900. Selon « L'Economiste Européen », lequel se basait sur des statistiques américaines, l'ensemble de ces mêmes dettes publiques aurait déjà atteint, en 1912, c'est-à-dire avant le commencement de l'ère de bouleversement mondial, 210 milliards.

La progression rapide des dettes des Etats a commencé dès le début des temps modernes. Elle aura été un des phénomènes les plus caractéristiques du XIX[e] siècle (1). La guerre mondiale l'a accru combien davantage, par suite d'abord de ses nécessités mêmes, et aussi de la tendance qu'elle a encouragée à élargir les attributions de l'Etat comme d'ailleurs de toutes les personnes administratives, par une sorte de collectivisme latent.

Bien évidemment, au lendemain des hostilités, la plupart des Etats belligérants auraient été dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes énormes, dépassant

(1) Cf. Ch. Gide : « Dès qu'un pays barbare fait son entrée dans le concert des peuples civilisés, comme on dit également, c'est d'ordinaire à ce signe qu'on le reconnaît ». Cours d'Economie politique, t. I, p. 485.

même le total de la fortune nationale véritablement réalisable, ou pour quelques-uns d'en payer seulement les intérêts en valeur d'avant la guerre pour quelques-uns. Beaucoup ont donc été obligés de recourir à une sorte de faillite légale, par départ nouveau à zéro, comme en Allemagne, ou par réduction de leur unité monétaire en quart ou cinquième, comme dans les cas de l'Italie et de la France, et ce afin de la mettre en harmonie avec le montant de leur encaisse métallique.

Le total exact des dettes publiques est d'ailleurs difficile à préciser, puisqu'il faut tenir compte de celles dissimulées. Si l'on entend l'interpréter, il importe de ne pas oublier, notamment, les écarts entre le *montant nominal* et le *montant réel* des emprunts, comme, en sens inverse, les dépréciations du signe monétaire, pour les dettes payables en métal argent ou en papier, ni non plus, et de manière générale, la perte, par l'or, d'une partie de son pouvoir d'achat. Il est plus difficile encore de déterminer le *passif net* que constitue la dette de chaque pays, compensation faite entre son chiffre brut et le capital productif que ces emprunts lui ont permis de se procurer. Et, cependant, c'est ce solde seul qui représente la charge effective pour la nation.

La question est de toutes les époques, et du reste autant morale qu'économique, de savoir s'il est préférable, pour un Etat, de demander, en une période donnée, des ressources extraordinaires à l'emprunt plutôt qu'à l'impôt.

On a soutenu que le recours à l'emprunt serait tou-

jours pour l'Etat un danger (1). D'autres le considèrent, au contraire, comme une source d'enrichissement pour le pays.

Ces derniers estiment que les emprunts encouragent les dépenses exagérées, qu'ils grèvent, par leur caractère souvent perpétuel, l'avenir, au profit du présent, et aussi qu'ils détournent, au besoin par des taux de surenchère, les capitaux des entreprises industrielles et commerciales, en faveur de l'Etat, lequel leur assignera des emplois beaucoup moins productifs.

On conteste que l'emprunt public développe la richesse du pays, ou qu'il puisse constituer une chose indifférente. Le crédit ne crée pas plus de capitaux que l'échange ne crée les marchandises. Il n'est, comme l'a dit admirablement Stuart Mill que « la permission d'user du capital » d'autrui ». Il consiste simplement dans le transfert de ce droit d'utilisation à un autre, sous la forme matérielle, par exemple, de titres mobiliers.

Mais transférer n'est pas créer, sinon tout crédit consenti, constituerait alors véritablement une nouvelle richesse. Comme l'a écrit M. Gide, il suffirait que chaque Français prêtât sa fortune à son voisin, pour doubler, du coup, la fortune de la France.

En réalité, le crédit donne uniquement la possibilité de se procurer une richesse déjà produite, pour l'affecter peut-être à une production plus importante. Il ne multiplie pas les capitaux, mais peut rendre à la production des services indispensables, par meilleure utilisation des capitaux existants. Toujours des capitaux considérables

(1) Notamment Ricardo et J.-B. Say.

pourraient rester sinon sans emploi productif, beaucoup de gens n'étant pas en mesure de tirer eux-mêmes parti de leurs capitaux, par suite de leur âge, de leur défaut d'expérience, ou des exigences de leurs occupations.

Qu'il s'agisse des emprunts contractés par des Etats ou par des particuliers, toute création de richesse nouvelle est le résultat d'un travail de production, et non directement du crédit. Ce dernier, simplement, l'aura facilité.

Les Etats qui recourent au crédit ne s'imposent pas davantage des charges purement apparentes, alors même que leurs créanciers demeureraient leurs propres citoyens. On sait que le contraire était opinion courante au XVIII^e^ siècle. C'est la main droite (le contribuable), disait-on, qui doit à la main gauche (le rentier). Le second encaisse ce que paie le premier, sans que l'ensemble du pays ne soit ni plus riche, ni plus pauvre. Mais, tout d'abord, les impôts coûtent aux contribuables beaucoup plus que les rentiers ne reçoivent, en raison des frais de perception et des dépenses administratives. Surtout l'impôt atteint la partie active de la population, tandis que la simple perception d'une rente n'exige plus aucune initiative de la part de ceux qui y ont droit. La perte réelle qui résulte de la dette publique, c'est celle de tous ces capitaux absorbés par l'Etat, lesquels recevront un emploi improductif, ou moins véritablement productif que s'ils avaient été utilisés par des particuliers.

Paul Leroy-Beaulieu, dans son Traité classique de la Science des finances, a justement fait observer que, en l'absence de tout emprunt, aucune des mains dont nous

parlions à l'instant, n'auraient été désavantagées. La main droite aurait conservé ce que l'impôt, conséquence inévitable de l'emprunt, lui enlève, tandis que la main gauche aurait pu tirer du capital mal employé par l'Etat un revenu égal, ou supérieur, au montant des arrérages qui sont arrachés à la première (1).

Il importe à cet égard de remarquer, qu'une *dette extérieure*, c'est-à-dire contractée à l'étranger, expose normalement à des dangers particuliers, non seulement au point de vue politique, mais aussi au point de vue économique, dès que la circulation monétaire cesse d'être saine et gagée par une suffisante encaisse métallique. La nécessité d'ajuster la balance des comptes peut conduire alors à de véritables sujétions, ne serait-ce que par des exportations à tout prix, lesquelles constituent pour un pays ce que l'on appelle des « pertes de substance ».

Ce qui ne signifie pas qu'un Etat qui manque de capitaux doive s'abstenir d'emprunter ceux nécessaires à la mise en valeur de son territoire, à la modernisation indispensable de son outillage, ou à sa défense nationale.

Des circonstances impérieuses peuvent exiger de lui, et ce pendant plusieurs années, des dépenses qui dépassent très largement ses recettes normales. Si des réserves accumulées par thésaurisation ont pu suffire, par exemple, à des guerres d'autrefois, il n'en est plus du tout de même aujourd'hui. Et d'ailleurs, l'Etat immobiliserait des capitaux immenses, à vouloir garder de telles

(1) Cf. Aftalien : « Monnaie et industrie », Paris, 1929, p. 193.

réserves toujours disponibles. Les placer en immeubles ou en valeurs immobilières serait moins avantageux pour lui que de les convertir en valeurs ou en devises étrangères (1). Mais un Etat ne met pas sans hésitation ses avoirs à la disposition et à la discrétion d'un autre peuple. Les réserves métalliques des Banques nationales, d'autre part, qu'on considère volontiers comme des trésors de guerre, ne peuvent servir que dans de certaines limites (2), contrairement à un emprunt en rentes, lequel procure à l'Etat les ressources nécessaires et lui permet d'attendre le moment le plus favorable pour se libérer.

Alors qu'une réduction de ses dépenses est assez facile pour un particulier, elle peut, au contraire, être presque impossible pour un Etat, par suite de son obligation à ne se réformer que progressivement, sous peine d'ébranler ses fondements mêmes.

L'augmentation massive et soudaine des impôts aurait, en temps de crise, des dangers très graves. Non seulement des abus de taxation élèveraient encore, en des moments particulièrement difficiles, le coût de la vie, mais également ils seraient de nature à augmenter exagérément les prix de revient de beaucoup d'entreprises,

(1) Les immeubles sont difficiles à vendre brusquement. Placer, d'un autre côté, ces réserves en valeurs mobilières nationales, cela équivaut, au fond, à amortir les emprunts existants, sauf à en contracter, ensuite, de nouveaux. Le gouvernement peut encore aliéner, sans trop de pertes les valeurs étrangères à un moment où le crédit national se trouve diminué par les circonstances.

(2) Car ces réserves métalliques, correspondant aux billets en circulation, ne sont pas réellement disponibles, et n'engagent d'ailleurs que la partie.

d'une façon dangereuse pour l'équilibre économique du pays. Au moment d'une guerre, en particulier, il vaut mieux que ce soit l'Etat qui emprunte que les particuliers ou des établissements privés, lesquels, déjà atteints dans leurs revenus, pourraient être obligés d'accepter des conditions encore plus onéreuses individuellement. C'est en ce sens que Laffitte disait que « l'impôt exige souvent » de l'argent là où il n'y en a pas, tandis que l'emprunt » va le solliciter là où il est ».

Le maintien du crédit public est donc indispensable à la prospérité économique d'un pays.

Or, toute analyse de son mécanisme montre combien est grand le rôle de la spéculation, notamment dans le lancement des emprunts d'Etat et leur réussite.

Autrefois, ceux-ci intervenaient par l'entremise directe des *banquiers*. L'Etat leur cédait les titres, soit de gré à gré, soit par adjudication et moyennant une certaine marge de bénéfices. Les banquiers se chargeaient à leurs risques et périls (1) de placer ces titres dans le public, comme ils l'entendaient. Ils jouaient donc le rôle du négociant ordinaire, puisqu'achetant simplement les titres en gros pour les revendre au détail. Ce faisant, ils accomplissaient, bien entendu, acte éminemment spéculatif.

En France, la Monarchie de Juillet, aussi bien que le Gouvernement de la Restauration, peut-être parce qu'il

(1) Le 10 novembre 1847, la Maison Rothschild soumissionnait un emprunt de 250 millions. Survint la révolution de février et le 7 juillet 1848, la rente 3 % tombait à 58 fr. 75. L'émission eût été désastreuse pour le banquier, si l'intervention du ministre des Finances, Gondelaux, n'avait sauvé la situation.

leur manquait une popularité suffisante, eurent constamment recours à ce procédé, dans des conditions qui prouvent que les financiers adjudicataires n'auraient jamais consenti à courir de tels risques sans l'admission par l'Etat de la spéculation. S'ils n'avaient pu rétrocéder qu'au comptant, souvent, ils n'auraient pu s'acquitter à temps des obligations diversement échelonnées prises par eux envers le gouvernement. Il leur était indispensable, avant que les titres aillent se classer dans les mains du rentier, que ces titres puissent passer en une série de mains successives, et donc, par conséquent, que la spéculation technique ne fût pas entravée.

J.-B. Say expliquait déjà que les « Compagnies de contractants » donnent, par exemple, à leurs correspondants, dans plusieurs lieux à la fois, l'ordre de faire des achats du nouvel emprunt et d'en offrir un prix plus élevé, qui ne leur coûte rien, parce qu'étant vendeurs en même temps qu'acheteurs de cet emprunt, elles reçoivent par les mains d'un de leurs agents les sommes qu'elles ont déboursées par les mains d'un autre. Mais grâce à l'atmosphère ainsi créée... « plusieurs portions des » mêmes rentes sont achetées par de véritables consom- » mateurs, qui les achètent pour les garder et s'en faire » un revenu ».

Pour les grands emprunts, on préfère maintenant ouvrir des *souscriptions publiques*, où l'Etat, semblant ainsi se passer de la spéculation, fait lui-même, et directement, appel aux capitaux disponibles.

En réalité, cependant, la spéculation joue un rôle très

important dans de telles opérations, malgré les apparences.

Afin d'avoir la certitude de trouver preneur, le gouvernement fixe, en effet, un cours d'émission à un taux sensiblement inférieur au cours des titres similaires, de même rapport, déjà en circulation, ce qui offre aux acquéreurs un avantage immédiat qui explique ces souscriptions opérées par le public, 10, 20, 100 fois, le montant des titres offerts (1).

Sans doute, les *montants irréductibles*, c'est-à-dire les petites quantités entièrement libérées, proviennent directement de la petite épargne mais, c'est la spéculation qui souscrit la plus grosse partie de l'emprunt, pour le *classer* ensuite, et réaliser par là des bénéfices. Le cas n'a pas été rare où les spéculateurs ayant vendu à terme les titres souscrits, ont reporté l'opération de liquidation en liquidation, jusqu'à ce que le comptant se soit décidé à absorber à des cours élevés. Tandis que lorsqu'ils se résignent à renoncer au gain espéré, souvent le marché est laissé dans un état d'instabilité pendant une longue période.

Les spéculateurs jouent donc le rôle important de souscripteurs intermédiaires. Ils soutiennent les titres, qui vont rester à l'état flottant sur le marché, pendant que s'opèrera leur classement progressif dans les portefeuilles

(1) Beaucoup d'auteurs attribuent à ce procédé le mérite de réserver à l'Etat le bénéfice que les banquiers touchaient autrefois. Mais ce n'est pas si certain, car le ministre des Finances, dans le but d'assurer la réussite de l'émission, fixe son prix toujours assez bas, et peut-être au-dessous, de celui qu'il eût obtenu des banquiers.

des acquéreurs définitifs. Sans le concours des spéculateurs, les souscriptions publiques des grands emprunts n'auraient jamais pu, dans des délais si brefs, non seulement dépasser le nombre des titres offerts, mais même simplement se réaliser dans la limite assignée. Les gros souscripteurs tablent nécessairement sur la spéculation, ayant rarement disponible la totalité du capital par eux souscrit. Comptant avoir eu le temps de revendre avec bénéfice à d'autres qui libèreront les titres, ils n'ont eu qu'à prévoir les premiers versements. Si, d'ailleurs, le fonctionnement de la Bourse ne facilitait pas ces combinaisons, ou si par la suite, les porteurs d'inscriptions, ne pouvant plus faire face à leurs échéances, étaient obligés de s'en défaire à vil prix, la baisse brutale et imprévue qui en résulterait ne manquerait pas de ruiner le crédit public et même de porter atteinte à la stabilité du régime.

L'Etat qui prohiberait la spéculation, s'en priverait pour ses emprunts nationaux et risquerait, dès lors, de ne pas trouver preneurs pour ses titres.

Cherche-t-il à imposer ses emprunts à un taux plus avantageux pour lui que la base correspondant à la situation réelle de son crédit, il met en défiance les spéculateurs avertis, et, à leur suite, le grand public qui ne considérera pas le placement comme avantageux.

Assurément, dans les périodes de crise, les Etats ont parfois tendu à employer l'un et l'autre des deux moyens grâce auxquels on peut faire agir les hommes, quand on ne fait pas appel à leur intérêt, à savoir l'esprit de dévouement et la contrainte. C'est ce qu'on a appelé les

emprunts *patriotiques*, et les emprunts *forcés* (1). Ces tentatives ont toujours pratiquement échoué.

Pour être sûr qu'il se procurera rapidement les capitaux nécessaires, un Etat, même bénéficiant d'un excellent crédit, aura souvent intérêt à consentir des sacrifices au profit des rentiers, incitant ainsi, dès leur annonce, à prendre les titres, sûr que l'on se trouve de les revendre à un cours supérieur à celui d'émission.

Cette influence de la spéculation sur les emprunts d'Etat est depuis longtemps reconnue.

Sous la Restauration, Perdonnet, dans sa plaidoirie personnelle insista sur ce point que sans la spéculation et notamment celle à terme les « emprunts de crédit de toutes les puissances de l'Europe seraient impossibles ». Le *parère* qui avait été délivré à Perdonnet par les principaux banquiers de Paris, déclarait qu'elle était utile également au gouvernement et à l'intérêt du commerce.

Le ministre des Finances, de Villèle, dans son discours déjà cité, s'écriait : « Tant que vous sentirez, comme » nous, l'indispensable nécessité pour un pays comme » la France, de pouvoir recourir à des emprunts, le jour » où sa sécurité peut l'exiger, ou même sa prospérité le » demander, il faut bien conserver tous vos moyens de » crédit » (2).

(1) La confiance financière est un calcul qui peut être juste ou faux, mais qui reste toujours un calcul. La confiance est indispensable pour déterminer à souscrire, mais, elle implique un intérêt subjectif à la souscription.

(2) Voyez « Le Moniteur » du 24 avril 1824.

Troplong, on l'a vu, a déclaré la spéculation nécessaire au crédit public.

Bozérian disait, de son côté : « Il n'est pas possible que » les titres arrivent d'un seul bond du producteur au » consommateur ; il faut nécessairement qu'ils séjour- » nent pendant un temps plus ou moins long dans le » réservoir de la spéculation, jusqu'au jour où ils en » sortent définitivement pour se ranger dans le porte- »feuille du rentier... » (1).

Thiers, enfin, n'a-t-il pas proclamé lui-même : « Que le » gouvernement doit emprunter quand la limite de l'im- » pôt est atteinte, n'hésitant pas à rejeter sur l'avenir » des charges qui profiteront à l'avenir, et que le présent » ne peut plus supporter ».

Le succès de l'emprunt de 1871, qui rendit à la France, la liberté de son territoire et sa situation en Europe, fut dû dans une large mesure à la possibilité de la spéculation, comme l'a rappelé éloquemment Leroy-Beaulieu (2).

Sans qu'il soit besoin d'insister davantage, il est hors de doute que l'émission de tout emprunt public important nécessite l'intervention de spéculateurs qui, notamment s'il s'agit de l'outillage de pays neufs ou coloniaux assumeront la charge de soutenir les cours pendant un certain temps, jusqu'au placement définitif du titre dans le public.

(1) Bozérian, op. cit., p. 324.
(2) Revue des Deux Mondes, 15 février 1897.

SECTION II

L'influence de la Spéculation sur les capitaux

La formation du capital.
L'épargne créatrice et l'épargne réserve.
Le marché financier et le marché des capitaux.
Le rôle de la spéculation sur le développement de l'épargne ou des entreprises et sur le taux de l'intérêt.

Le mot capital comporte, on le sait, deux sens assez distincts qui sont, cependant d'ordinaire, considérés comme équivalents : 1° par capital, on entend toute richesse, produit d'un travail antérieur, mise en réserve en vue de la production d'autres richesses ; 2° ou l'on peut entendre désigner toute richesse assurant à son propriétaire un revenu (profit, intérêt, loyer, fermage), autre qu'un salaire.

Deux éléments, quoi qu'il en soit, sont nécessaires à la formation du capital : le travail, et l'épargne.

Tandis que tout le monde est d'accord sur l'importance du rôle joué par le travail dans la formation du capital, cet accord cesse quand il s'agit de l'épargne. Certains économistes sans doute la considèrent comme indispensable à la formation du capital tout autant que le travail lui-même. Mais d'autres professent que l'épargne, s'il est bien vrai qu'elle est nécessaire à la conservation du capital, ne joue aucun rôle dans sa formation.

En réalité, l'épargne n'est pas simplement, comme on

a pu le prétendre, le simple résultat d'une privation, c'est le produit d'un mécanisme plus complexe (1).

L'épargne est financièrement une « dépense » puisque, pour se créer une nouvelle source de revenus, l'épargnant est obligé d'acheter des valeurs, ou de fonder une entreprise, d'agrandir son usine, ou d'améliorer son sol.

Bien entendu, l'épargne cesserai d'être vraiment productrice, au point de vue social, si elle était obtenue au détriment de la consommation normale. Par la diminution des débouchés, le contrecoup serait inévitable sur la production elle-même.

Loin d'être une simple abstention, elle implique une prévision positive, celle d'un emploi productif, auquel doit être affecté la richesse épargnée.

Tandis que l'épargne constituée à fin de réserve revêt la forme d'engagements à court terme : (« fonds de caisse », dépôts en banque, etc...) qui lui assurent la possibilité de changer de direction, l'épargne, dite créatrice, consiste en des placements durables, garantissant la continuité dans l'œuvre de production, sous forme d'achat de valeurs mobilières, d'installations d'entreprises, d'outillage.

Il va de soi que dans les sociétés modernes où le mécanisme du crédit est perfectionné, les particuliers ne détiennent que très rarement eux-mêmes leur épargne réserve. Celle-ci prendra surtout la forme de dépôts en banque, desquels d'ailleurs il sera fait un emploi productif en revenus, comme en création de richesses nou-

(1) V. Germain Martin, loc. cit., p. 43-44.

velles. A cet égard, il est très vrai que l'épargne réserve contient de l'épargne productrice, de par ses utilisations, du moins au deuxième degré et par ramifications.

Pareille classification n'est cependant pas sans intérêt pour comprendre le choix dans l'état actuel des choses, par exemple entre ces deux formes types : acquisition de valeurs mobilières ou reports.

Les deux stimulants, en périodes normales, de l'épargne créatrice ou placement, sont l'initiative spéculative et l'esprit d'invention. Ce sont là deux éléments nécessaires à l'épargne créatrice, à son existence et à son développement. La spéculation appliquée à la direction des entreprises aboutit souvent à une augmentation dans les demandes de capitaux. Il y a, d'autre part, un lien étroit entre les manifestations des habitudes d'initiative et l'appel à des capitaux nouveaux. Des inventions proprement dites peuvent les réclamer sous formes massives. Présentement, par exemple, les industries du cinéma absorbent une somme de capitaux qui, d'après M. Germain Martin, ne serait pas inférieure à 200 ou 300 milliards (1).

Les applications récentes de la télégraphie, depuis vingt-huit ans seulement, ont coûté 100 milliards ; l'invention de l'automobile, des avions, tous les perfectionnements incessants des industries électriques ont nécessité plus encore. Pareille demande de capitaux a d'ailleurs arrêté l'avilissement du taux de l'intérêt, et empêché le public de se détourner de la constitution d'épargne créatrice au

(1) Loc. cit., p. 49.

profit de la thésaurisation ou de jouissances immédiates (1).

Mais, l'une comme l'autre des deux catégories d'épargne suppose, comme dès qu'il y a échange, un marché.

Le marché dit *financier* est celui où affluent les épargnants en quête de placements, et les chefs d'entreprise désireux d'étendre leurs affaires. Ici comme ailleurs, la spéculation assumera son rôle économique habituel d'intermédiaire. Le marché financier recevra les capitaux dont leurs possesseurs n'ont pas un besoin de consommation immédiat, et qui seront affectés à des emplois prolongés, le plus courant des emplois consistant en l'achat de valeurs mobilières, sous la forme d'actions, d'obligations et de fonds publics. Il vient donc soutenir non seulement le crédit public, mais toute l'activité économique du pays, grâce à ces achats répétés et élargis de titres, actions et obligations, représentatifs des richesses, immobilisées ou en circulation dans les entreprises financières, commerciales et industrielles.

A côté du marché financier, existe un marché dit des *capitaux*, lequel est caractérisé par l'accumulation des fonds, monnaie et numéraire, en attente d'emplois, soit entre les mains des particuliers, soit dans les banques, particulièrement les banques de dépôts. Le numéraire

(1) Bien entendu dans les périodes longues et accentuées de troubles monétaires, des facteurs psychologiques viennent modifier considérablement ce mécanisme. Car si l'épargnant entrevoit pour un avenir prochain une diminution de la puissance d'achat de l'unité monétaire, il préfère la consommation et la jouissance immédiate à l'épargne placement ou même à l'épargne réserve.

accumulé fût-il simplement disponible pendant quelques jours, quelques heures, fait partie du marché des capitaux, qui centralise tous versements, quelle qu'en puisse être l'origine. Et nous remarquerons que ce marché des capitaux, pour partie, finit par les canaliser vers le marché financier (1).

Revenons, maintenant, au marché financier, et tâchons d'y préciser le rôle de la spéculation en ce qui concerne l'épargne, les entreprises et le taux de l'intérêt.

Mais, demandons-nous, au préalable, quel est le motif qui pousse l'épargnant à échanger le montant de ses épargnes contre des valeurs mobilières, et en fin de compte comment s'opère la liaison entre les épargnants d'une part, et les entrepreneurs d'autre part.

Très généralement, l'épargne a pour explication le profit personnel. Beaucoup de valeurs mobilières offrent, en conséquence, une rémunération suffisante, afin de faire naître l'esprit d'épargne et de l'attirer vers elles. Et d'ailleurs, en temps normal, des placements de longue durée seront recherchés par les épargnants, soucieux de se procurer une nouvelle source de revenus.

En fait, la préférence de l'épargnant pour telle valeur plutôt que pour telle autre, dépend de facteurs psychologiques et de l'intérêt qu'il tire de son placement. Les capitalistes qui n'aiment pas à courir de risques souscrivent des valeurs sûres, dites de « père de famille » : rentes, obligations ou actions de grandes sociétés. Le

(1) En effet, les banques de dépôts apportent leur contribution au marché financier, notamment par le moyen des reports en bourse.

plus souvent, ils achèteront des valeurs émises déjà depuis longtemps, prenant simplement ainsi la place d'autres capitalistes plus anciens, et accomplissant un acte d'épargne *acquisitive*, créatrice, du point de vue des individus, mais non pour la société.

D'autres capitalistes, il est vrai, soucieux d'obtenir un intérêt plus rémunérateur, placeront leur épargne dans les nouvelles entreprises, en courant le risque de perdre leur argent si celles-ci tournent mal. Assurément, ils peuvent être sujets à des erreurs de jugement, et se laisser entraîner par des renseignements erronés, répandus de bonne ou de mauvaise foi. Mais, les placements opérés en une nouvelle entreprise constituent une dépense vraiment créatrice, tant au regard des épargnants que pour la société.

Dans les pays en proie à des troubles monétaires, l'épargnant, par crainte de s'immobiliser à long terme, est incité, comme on l'a déjà montré, à réduire ses épargnes, ou à les engager à court terme, afin de rester en mesure de garder le plus possible de ses capitaux à sa disposition, de pouvoir les expédier à l'étranger, ou encore de se livrer sur place à des opérations aussi rapides que fructueuses en Bourse, les valeurs perdant alors complètement leur caractère de titres, parce que le but poursuivi est moins un placement qu'une fuite devant la dépréciation de la monnaie (1).

Pour que les épargnants se rencontrent avec les entrepreneurs, il fallait l'intervention de la spéculation. C'est

(1) Aftalion, « Monnaie et Industrie », p. 197.

cette dernière qui, par le double champ de son activité, suscite bien souvent capitaux et entreprises.

La division du travail s'est traduite ici par l'intervention d'intermédiaires, les spéculateurs, d'un côté, reçoivent les épargnes des capitalistes, et, de l'autre, prennent directement des titres aux entrepreneurs. La spéculation recueille de la sorte les épargnes créatrices et les fait fructifier immédiatement, dans l'intérêt de leur possesseur comme dans l'intérêt général. Le marché à terme et les opérations de reports lui permettent de participer à la fondation de nouvelles entreprises sans que l'argent ne chôme.

Si les fondateurs des grandes entreprises s'adressaient au marché au comptant, la méfiance naturelle des capitalistes s'exercerait à l'égard de ces affaires nouvelles, dont les chances d'avenir sont insuffisamment connues. Ce sont les spéculateurs, financiers, professionnels, hommes habitués à la lutte qui, leur hardiesse aidant, mais aussi après étude préalable, se rendront acquéreurs de la plus grande partie des actions à créer, et qui, au fur et à mesure que les cours s'en élèveront, conformément à leurs prévisions, se liquideront par des contre-opérations, faisant passer ainsi peu à peu, avec bénéfices pour eux, les titres dans le gros public. La hausse, encore une fois, tarde-t-elle à se produire, ils soutiendront les cours, en conservant, comme on l'a déjà montré, leur position d'acheteur, par le moyen de reports. Ainsi, ils donneront aux capitaux épargnés, à fin de placement,

le temps de s'accumuler et à leurs possesseurs, celui de se renseigner sur les conditions et les garanties de l'entreprise. Si l'entreprise a des chances réelles d'avenir, les spéculateurs pourront se libérer aisément tôt ou tard, de leurs reports, en faisant absorber alors les titres par le marché du comptant. La valeur se trouve *classée*, ce qui signifie que l'entreprise en question a fait l'objet d'une appréciation quasi définitive.

Les spéculateurs, en jouant le rôle de souscripteurs intérimaires, auront assumé les premiers risques, alors que l'entreprise peut ne pas réussir, tout le temps que les titres seront restés à l'état « flottant ». La faculté de céder leurs marchés à d'autres spéculateurs, peut d'ailleurs, comme on l'a vu, leur permettre de rentrer dans leurs fonds, avec un bénéfice ou une perte limités.

Quand les spéculateurs professionnels font défaut, la Bourse subit une atonie complète, les transactions y sont lentes, d'un volume restreint, ce qui entraîne, par ce fait seul, des répercussions graves, non seulement pour le milieu des spéculateurs et des boursiers, mais pour toutes les affaires en général.

C'est ce qui a pu être vérifié particulièrement, quand a été fermée la Bourse de Paris au début de la guerre. La Bourse de Paris ferma ses portes le 3 septembre 1914, pour une bien courte durée, puisqu'elle les rouvrit dès le 27. Les conséquences s'en manifestèrent cependant importantes, non seulement au point de vue financier et économique, mais plus encore peut-être au point de vue moral, « le paiement à la date stipulée étant une

» sorte de credo commercial dans les milieux d'affaires » de France » (1).

Lorsqu'une Bourse est très animée, les capitaux s'y portent en masse, et le marché a de très grandes facilités d'absorption de titres, d'où, comme on l'a vu, de grands avantages pour les chefs d'entreprise et pour la production elle-même.

Les grands hommes d'affaires se forment par la pratique du marché financier. C'est à l'impulsion donnée par les spéculateurs professionnels, que l'on a dû, par exemple, le développement des entreprises de transport terrestres (2) ou maritimes (3), toutes immenses entreprises commerciales et industrielles, que n'aurait pu permettre de simples mises en société. Que l'on parcoure seulement la cote officielle ou celle du marché en banque, et l'on appréciera l'importance véritable de la spéculation.

On pourrait objecter que les établissements de la Haute Banque créés dans le premier tiers du XIXe siècle et qui subsistent encore sont intervenus dans toutes les grandes

(1) Germain Martin, op. cit., p. 228.

(2) Le spéculateur Mirès concentrait entre ses mains environ 350 millions de capitaux en 1860. Les frères Péreire créaient le crédit mobilier qui était une banque émettrice de valeurs, une banque de soutien du cours de valeurs et en même temps un centre d'attraction des capitaux disponibles. Ils ont financé l'exécution des Chemins de Fer du Midi et de l'Est, la ligne de Paris-Mulhouse, et près de 10.000 km. de chemins de fer dans le centre de l'Europe. Les entreprises de chemins de fer avaient comme capital global 3 milliards 500 millions, alors que la fortune personnelle des deux frères était évaluée à 160 millions de francs.

(3) Notamment la réalisation du canal de Suez.

affaires, de façon qu'aucun lancement important de valeurs mobilières n'a été fait sans leur participation. La plupart des membres de la Haute Banque disposent, en effet, de vastes fortunes personnelles qui leur permettent de soutenir, jusqu'à leur classement, les valeurs d'une entreprise nouvelle, même aux dimensions considérables. Quand ces puissants spéculateurs paraissent se retirer de l'activité des affaires, souvent il y a là une apparence plutôt qu'une réalité, et, dans le vrai, cette catégorie suprême de grands spéculateurs professionnels se retrouve encore, même maintenant, à la base de beaucoup d'entreprises nouvelles.

On est profondément étonné, écrivait M. Neymark, « au fur et à mesure qu'on étudie le marché financier, » de voir combien peu de personnes peuvent faire des » affaires étendues » (1).

Le marché financier, assurément, ne crée ni les capitaux, ni les entreprises, mais il les adapte les uns aux autres, au moyen de cette intervention des spéculateurs qui permet aux idées de passer à l'acte.

On remarquera qu'en ce qui les concerne, les établissements de crédit ont joué un rôle efficace, mais non prépondérant, car étant donné que les banques de dépôts opèrent avec les fonds de leur clientèle, elles ne peuvent que par faible part les employer en des placements à long terme, c'est-à-dire les engager vraiment dans les entreprises industrielles ou commerciales. Leur rôle, bien qu'efficace, consiste dans l'aide toujours assez brève,

(1) *Journal des Economistes*, de mars 1884.

qu'elles peuvent accorder, d'ailleurs, avec beaucoup de prudence, aux souscriptions d'emprunts et aux entreprises existantes et réputées de toute sûreté, par prêt de leurs guichets. Indirectement, elles pourront se trouver aider les nouvelles entreprises, par leur emploi des dépôts qu'elles ont reçus en reports, ce qui permet aux spéculateurs, comme nous l'avons indiqué, d'être en mesure de garder les titres flottants avant qu'ils ne soient classés. Par contre, depuis le krach de l'Union Générale, en 1882, appelé le krach Bontoux, les banques de dépôts, en France, s'abstiennent très généralement d'immobiliser les fonds qui leur sont confiés dans des opérations de spéculation ayant objet de soutenir une entreprise.

Ne pouvant opérer que des placements sûrs, les banques de dépôts ne peuvent jouer un rôle prépondérant dans le développement des affaires nouvelles. S'il y a un progrès sur le marché financier, c'est à la spéculation qu'on le doit, car c'est elle qui donne aux entreprises nouvelles l'impulsion nécessaire à leur réussite.

L'abondance de l'argent sur le marché financier et encore davantage sur le marché des capitaux, a eu pour résultat d'abaisser considérablement le taux de l'intérêt. Pareil phénomène se vérifie toujours, à mesure que la richesse augmente dans les sociétés.

Les 20 % que les Florentins exigeaient des princes pour leur prêter des capitaux, les 10 ou 8 % auxquels les rentes perpétuelles, exemptes de toute espèce de risques, étaient capitalisées au XIV^e^ siècle étaient, à cette époque, des taux d'intérêts normaux et légitimes. Ils

baissèrent lentement au cours des siècles suivants pour arriver à 6 % au XVI[e] siècle, et à 5 % en matière civile. 6 % en matère commerciale était encore le taux légal en France au commencement du XIX[e] siècle.

La spéculation aboutit à attirer tous les capitaux disponibles sur le marché financier, afin de les y faire fructifier. Or, il est évident que la baisse du taux de l'intérêt donne aux entrepreneurs beaucoup plus de facilités pour trouver les capitaux nécessaires. « Lorsque, » a-t-on pu écrire, à un moment donné, le taux de l'inté» rêt est tombé très bas, la production devient entre» prenante, elle s'ouvre de nouveaux débouchés, essaie » l'application d'inventions nouvelles » (1). Par contre, les épargnants sont découragés et incités à la dépense. Le désir de compenser la baisse du loyer de l'argent les pousse souvent à des placements aventureux. Peu experts, d'ailleurs, ils tendent à devenir la proie de lanceurs d'affaires. Toutefois, n'oublions pas que la spéculation essaiera toujours, à toute époque, de trouver de nouveaux débouchés pour les nouveaux capitaux en quête de placements. Dautre part, grâce aux arbitrages en report, elle retirera des capitaux, des places où leur abondance réduit leur rémunération, pour les employer, à un prix plus élevé, sur celles où ils font défaut. De pareilles opérations tendent à niveler le taux de l'intérêt sur les divers marchés financiers du monde, Ainsi s'opère, « sous forme d'arbitrages colossaux, une égali» sation du taux de l'intérêt qui, très souvent, n'est pas » appréciée à sa juste importance » (2).

(1) Cauwès : Cours d'Economie Politique, t. II, p. 391.
(2) Allix : « Des reports dans les bourses de valeurs », p. 163.

SECTION III

Le rôle régulateur de la Spéculation

La loi de l'offre et de la demande.
La théorie quantitative.
L'établissement du cours.
La spéculation tend à égaliser les cours dans le temps et dans l'espace, et à en empêcher les brusques variations.

Nous estimons utile, avant de parler de l'influence de la spéculation sur les variations des cours, de donner à la loi de l'offre et de la demande, l'interprétation qui paraît conforme à la réalité.

Le prix, dans son acception générale, est la valeur d'échange d'une marchandise, exprimée en monnaie (1). Il varie fréquemment pour chaque marchandise, et pour l'ensemble des marchandises.

Or, sous un régime économique d'échange comme le nôtre, il est dans l'intérêt de chacun de savoir comment ces fluctuations sont réglées. L'idée dominante chez les économistes fut longtemps que le prix d'une marchandise dépend avant tout de la quantité de celles analogues, offertes ou demandées, c'est-à-dire que les prix s'élèvent quand la demande augmente, et s'abaissent quand l'offre croît. Et l'on précisait cette idée sous une forme presque mathématique, en disant que le prix varie en raison directe de la demande et en raison inverse de l'offre.

(1) Voir Aftalion : Cours de Doctorat 1929-1930 : « La Théorie des débouchés », p. 88, v. Gide, op. cit., p. 572. Perreau, t. I, n° 316 et s.

Mais exprimée ainsi, cette interprétation de la loi de l'offre et de la demande a été vivement attaquée. Des précisions mathématiques seraient contredites par les faits économiques (1). et quand on a voulu établir une proportion arithmétique, telle la loi de Gregory King, les vérifications n'ont pas été heureuses.

Pour comprendre exactement cette ancienne formule, il faut faire intervenir les éléments qualitatifs à côté de ceux quantitatifs, c'est-à-dire la connaissance des prix auxquels les marchandises sont demandées et offertes, concurremment à celle du simple fait brutal, des quantités demandées, et des quantités offertes (2).

Car l'on doit ne pas oublier à côté des marchandises actuellement sur le marché, celles qui peuvent être apportées assez vite et assez facilement pour répondre aux besoins de ce marché. Et de même, pour la demande, il faut ajouter aux besoins actuels les besoins éventuels très faciles à prévoir, en un temps donné, si l'on tient compte des éléments qualitatifs. En réalité, il n'y a, même à un simple moment donné, ni demande ni offre déterminées *ne varietur*.

Si l'offre et la demande agissent sur le prix, il est clair, qu'à son tour, le prix va agir sur l'offre et la demande. En d'autres termes, au lieu de déclarer que l'offre et la demande règlent le prix, on pourrait également dire que le prix règle l'offre et la demande. Quand

(1) Par exemple, une réduction de moitié dans la quantité offerte n'entraîne pas, nécessairement, un doublement des prix et vice-versa.

(2) Aftalion : Cours de Doctorat, op. cit., p. 57.

le prix du marché s'élève, un certain nombre d'acheteurs se retirent, et la demande diminuera tandis que l'offre s'élèvera. Inversement, si le prix baisse, ce sera l'offre qui sera découragée, tandis que la demande s'élèvera. Le professeur Aftalion a expliqué clairement ce mécanisme en disant que « chaque individu vient sur le marché, » disposé à acheter une quantité de marchandises qui » n'est pas fixe, mais qui va en augmentant avec des prix » plus bas ; inversement des individus viennent sur le » marché avec des offres qui ne sont pas toujours fixes, » mais qui pourront croître si les prix augmentent » (1).

On ne s'attache donc plus à savoir si c'est l'offre et la demande qui déterminent le prix, ou si c'est le contraire, mais à préciser leurs rapports à tous par les graphiques nécessaires.

Si difficile à saisir, que soit l'orientation de l'offre et de la demande, la spéculation ne s'est pas moins chargée de la rechercher.

La spéculation à terme, fournissant d'ailleurs une preuve de plus à l'encontre de l'ancienne formule trop rigoureuse et trop imprécise à la fois (2), aboutit à une anticipation par considération de tous les facteurs quantitatifs et qualitatifs, immédiatement constatables ou virtuels. Constamment, elle observera si ces premières prévisions se réalisent.

Ceci nous conduit à nous arrêter un instant sur la

(1) V. Aftalion, loc. cit., p. 88.

(2) Si la quantité des marchandises offertes ainsi que les besoins de la demande se trouvaient au préalable rigoureusement déterminés, la spéculation n'aurait pas de raison d'être.

théorie de la valeur de la monnaie, et plus particulièrement sur la *théorie quantitative*.

Cette dernière fut l'application, au cas particulier de la monnaie, de la loi de l'offre et de la demande telle qu'on la concevait autrefois, c'est-à-dire purement quantitative. Elle posait en principe que si la quantité de monnaie augmente, sa valeur diminuera, et que, par suite, les prix augmenteront. On lui donnait même la précision d'une formule mathématique, en disant que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité, autrement dit, que les prix obéissent aux variations de la monnaie, et leur sont à peu près proportionnels.

Pareille doctrine, malgré ses formules rigides qui ne pouvaient s'adapter exactement au phénomène économique complexe des prix, a paru longtemps trouver sa vérification dans l'histoire des prix (1).

Cependant, elle prête à de sérieuses critiques confirmées par la situation économique née de la guerre, et elle est considérée aujourd'hui par un grand nombre d'économistes, comme périmée (2).

(1) M. Gide rappelle que toutes les fois qu'on a vu la quantité des métaux précieux augmentée brusquement, on a constaté presque aussitôt une forte hausse des prix; par exemple au XVI^e^ siècle, après la découverte de l'Amérique ; puis au milieu du XIX^e^ siècle, après les découvertes des mines de Californie et d'Australie, et enfin avec l'afflux de l'or du Transvaal à partir de 1896. Il affirme que, jusqu'à l'année 1920, la loi quantitative semblait sanctionnée assez solidement par les faits.

(2) Voir le livre de M. Aftalion : « Monnaie, prix et change », Paris, 1927, et celui de M. Nogaro : « La monnaie et les phénomènes contemporains », qui, tout en critiquant la thèse quantitative comme une explication simpliste, admet cependant qu'elle est vraie en très gros.

Le professeur Irving Fisher (1), un des grands partisans de la théorie quantitative, a rassemblé, dans une formule célèbre, les divers éléments qui entrent dans l'échange pour arriver à préciser le total de la valeur des éléments engagés. Cette formule, qui est l'équation d'échange, d'ailleurs admise aussi bien par les adversaires que par les partisans de la théorie quantitative, se présente comme suit : $MV+M'V'=PT$, que l'on peut écrire également : $P=\frac{MV+M'V'}{T}$. Tout le monde connaît aujourd'hui cette équation, dans laquelle : M représente la monnaie en circulation, M' les dépôts en banque transmissibles par chèque, V et V' leur vitesse de circulation respective, P les prix, et T les transactions, les échanges.

Ce qui veut dire, d'après la première formule, que la vitesse de la monnaie en circulation, et des dépôts, est égale au prix des transactions effectuées, et dans la deuxième, que le prix moyen, dans un pays, est égal au total des paiements, divisé par le nombre des transactions.

Cette équation de l'échange, sous certaines réserves (2), comporte une grande part de vérité indépendamment de toute théorie.

(1) Irving Fisher : « The purchasing power of money », chap. VIII.

(2) On doit la critique de cette théorie à notre maître, M. le professeur Aftalion, qui l'a établie dans son livre : « Monnaie, prix et change ». Cf. également cours précité, p. 116 et suivantes : « Prise à la lettre, rigoureusement comprise, l'équation de l'échange n'est pas conforme à la réalité, à cause du retard des paiements sur les prix. Mais,

Irving Fisher a renouvelé la formule élémentaire de la théorie quantitative de la monnaie, en tenant compte des changements dans le total des transactions. Mais il faut remarquer que si, d'après cette théorie, les prix varient en raison directe de la monnaie, c'est justement sous la réserve que la quantité des transactions reste immobile, que l'on ait bien : $P = \frac{M}{T}$ c'est-à-dire que le prix moyen dans un pays soit bien égal à la monnaie en circulation, divisée par le montant des transactions. Irving Fisher a eu le tort de passer des deux formules précédentes de l'équation d'échange, à cette formule très simplifiée, ce qui laisse subsister l'ancienne part d'erreur de la théorie quantitative. Il affirme, en effet, que la vitesse de la circulation de la monnaie, les dépôts en banque transmissibles par chèque, la vitesse de la circulation par chèque, c'est-à-dire V, M' V' restent fixes, en général, ou varient proportionnellement à la somme en circulation (à M). Par conséquent, il n'y aurait que M à être l'élément prépondérant et les prix varieraient donc comme M.

Pour réfuter la théorie quantitative, M. Aftalion rappelle que : « ... Tout l'exposé... de l'histoire monétaire, » en France, ou à l'étranger, à partir de 1920, n'est » qu'une longue suite de démentis sans cesse répétés, à » cette concordance alléguée entre les mouvements des » prix et la circulation. On a vu les prix monter tantôt » sans accroissement sensible de la circulation, tantôt,

il faut dire qu'elle est exacte, en faisant abstraction de ce retard des paiements sur les prix, en faisant abstraction de ce décalage des paiements sur les prix ».

» tout au moins, sans accroissement correspondant. On » les a vus baisser sans fléchissement appréciable de la » circulation, et on les a vus demeurer quasi immobiles, » malgré d'amples augmentations de la circulation » (1).

Et l'éminent professeur ne se contente pas de réfuter tout uniment la théorie quantitative, mais, le premier, il a indiqué un élément nouveau, très puissant de variation des prix, qui entraîne souvent des discordances entre les mouvements des prix et celui de la circulation. Il constate en la matière que « la toute puissance du » change sur les prix s'est manifestée de façon saisis- » sante dans nombre de pays et durant nombre d'années. » Du change et de la circulation, c'est le change qui, en » des dizaines d'expériences, nous est apparu dominant » les prix. Et la circulation restait sans influence ou

(1) Aftalion : « Monnaie, prix et change », p. 129 et 130 :

	TOTAL des paiements en milliards de francs	Solde moyen (milliards)	VITESSE de circulation
1921.	562	2,9	194
1922.	546	2,3	237
1924.	827	2,2	376

	TOTAL des virements (divisés par deux)	Solde moyen des comptes courants particuliers	VITESSE de circulation
1921.	600	2,9	207
1924.	862	2,2	392

» obligée de suivre avec retard des forces qu'elle ne » maîtrisait pas et qui l'entraînaient » (1).

Ce rappel était nécessaire, la spéculation ne pouvant rester neutre dans la recherche de la cause essentielle de variation des prix. En effet, pour prévoir la hausse ou la baisse touchant leurs propres opérations, les spéculateurs ont à tenir compte des éléments qui peuvent influencer les prix en général, sous peine d'un démenti complet à leurs calculs. Dès lors, si les spéculateurs avaient surtout à se préoccuper avant 1920, de l'influence de la quantité de monnaie en circulation sur les prix, c'est la considération des variations des changes qui leur est apparue décisive, à partir de l'immédiate après-guerre.

L'établissement d'un *cours*, c'est-à-dire d'un prix uni-

(1) V. Aftalion, op cit., p. 116. V. indice 133.

	Indice du cours du dollar à Paris	Produits domestiques	Produits d'importation	Produits d'exportation
	—	—	—	—
Avril 1922.	208	328	282	290
Février 1924. . . .	437	443	595	522
Différences %	plus 110	plus 40	plus 111	plus 80

Donc, jusqu'à cette date, hausse des prix beaucoup moins forte pour les produits nationaux que pour ceux importés.

Le cours du dollar ayant grandement fléchi ensuite jusqu'en avril 1924, la même différence apparaît dans l'intensité de la baisse des prix pour ces catégories de marchandises.

	COURS du dollar	Produits domestiques	Produits d'importation	Produits d'exportation
	—	—	—	—
Février 1924. . . .	437	443	595	522
Avril 1924.	316	418	480	434
Différences % ..	moins 28	moins 6	moins 19	moins 17

que pour le marché à un moment donné, suppose l'existence d'un *marché* (1) *unique*, sur lequel sont remplies les trois conditions suivantes : 1° transactions portant simultanément sur un grand nombre de marchandises de *même qualité* ; 2° existence d'un *contrat général* type entre acheteurs et vendeurs ; 3° *publicité* entière des quantités et des prix offerts ou demandés. Là est l'explication des Bourses de valeurs ou de marchandises. En ce qui concerne la qualité, tous les titres d'une même émission et du même montant nominal sont interchangeables et fongibles. D'un autre côté, les acheteurs et les vendeurs sont représentés dans les Bourses de valeurs par des intermédiaires spécialisés, lesquels effectuent les offres et les demandes à des heures convenues et dans un même local unique. Enfin, nulle part la publicité des offres et des demandes n'est mieux assurée que dans une Bourse, où l'obligation est reprise de formuler les unes et les autres à haute voix, et où l'inscription à la cote est réglementée (2).

(1) Au point de vue économique, on entend par marché, soit une zone géographique, soit l'ensemble des personnes, qui sont en relations d'affaires pour vendre ou acheter un produit dans des conditions telles, que les transactions ayant ce produit pour objet tendent à se faire au même moment et au même prix. On donne aussi le nom de marché à la masse elle-même des offres et des demandes qui s'y rencontrent.

(2) Un acheteur ou un vendeur crie « à tel prix, je donne », ou « je prends », telle quantité; quand personne ne répond « je prends » ou « je donne », il ajourne l'affaire, si le prix proposé était le prix limite imposé par le client, ou le prix limite auquel lui-même était disposé à traiter lorsqu'il agit pour son propre compte. Dans le cas contraire, il renouvelle son offre à un prix plus bas (ou sa demande à un prix plus élevé), jusqu'à ce qu'il ait trouvé une contre-partie.

Personne n'a ainsi de raisons pour consentir à traiter dans des conditions moins bonnes que celles qu'obtient visiblement un autre acheteur ou un autre vendeur.

Le cours est déterminé par les dispositions des acheteurs d'une part, et des vendeurs d'autre part. Il dépend de l'intensité du désir ou du besoin chez les acheteurs et chez les vendeurs. Non seulement, le désir, par exemple, n'est pas égal pour tous, mais pour la même personne il peut varier à l'infini, d'un instant à l'autre, suivant les ressources dont elle dispose, les chances de hausse ou de baisse qu'elle prévoit, la confiance plus ou moins grande que l'on accorde autour d'elle à l'entreprise, son propre tempérament, etc... Il y a donc, à chaque prix, un certain nombre d'acheteurs qui se présentera et à mesure que le prix baissera, leur nombre ira, en général, en augmentant, et inversement, en se raréfiant s'il y a hausse : pour les vendeurs, la réciproque est vraie. Par conséquent, il est nécessaire pour qu'un prix du marché s'établisse que, à tout moment, la quantité offerte soit égale à la quantité demandée, et que le prix d'achat coïncide avec le prix de vente, puisqu'aucune affaire ne peut se conclure sans contre-partie.

Cette position d'équilibre disparaît, et une autre s'établit si des facteurs nouveaux interviennent pour modifier l'opinion des contractants. Le cours traduira un nouveau niveau d'équilibre, basé sur les nouvelles conditions du marché. Mais si l'équilibre est détruit par erreur ou par fraude, la plupart du temps, après quelques oscillations plus ou moins accentuées et réelles, on reviendra autour de l'ancien niveau, les cours de valeurs mobilières s'établissant, malgré tout, d'après certains indices assez sûrs que les spécialistes s'efforcent de déterminer exactement, tels que le revenu net, les dividendes distribués depuis un certain nombre d'années, les estimations touchant l'avenir de l'entreprise, sa situation de trésorerie et sa position financière à long terme, la qualité de ses dirigeants et de son personnel, ses ramifications et alliances, ses rapports avec ses concurrents, et ce qu'on pourrait appeler « l'équation personnelle » des milieux boursiers à son égard.

La théorie classique, en considérant l'offre et la demande comme des quantités fixes, néglige les facteurs psychologiques qui, déterminant largement l'action des acheteurs et des vendeurs, ne se révèlent naturellement pas cependant d'une manière explicite sur le marché, et dont souvent les intéressés eux-mêmes ne se sont pas rendus compte exactement à l'avance (1). « La formation des » prix, a pu écrire M. Brouilhet, est un phénomène » essentiellement collectif et qui relève beaucoup plus » des foules, dont il reflète les capricieuses variations, » que des étroits calculs des économistes » (2). Voyons maintenant comment la fixation de ce prix du marché, essentiellement variable, et réalisant à tous moments l'équilibre de l'offre et de la demande, est en grande partie le résultat d'une force économique que l'on appelle la spéculation.

Les spéculateurs devancent la foule. Parce que pré-

(1) V. Colson, op. cit., t. I, p. 42 et s. Rapprocher : Gide, op. cit., t. I, p. 577 et s.

(2) La Revue « La Vie Contemporaine », avril 1908.

voyant la hausse ou la baisse, ils agiront en conséquence, leurs ordres influençant à leur tour les quantités livrables des marchandises et l'appréciation des besoins immédiats et virtuels.

Ce qui détermine les dispositions de tout spéculateur, ce sont sans doute ses impressions personnelles, mais aussi son expérience et son examen attentif du marché. Il achète, quand les cours lui paraissent bas, et il vend quand ils lui semblent élevés.

Mais, sans peut-être même qu'il n'ait jamais eu d'autre intention que de profiter tout uniment d'un écart momentané, son intervention tend à relever les cours dans le premier cas, à les abaisser dans le second et, par suite, à restreindre les différences. Se trompe-t-il dans ses prévisions, ayant acheté dans les hauts cours et vendu dans les bas, il sera le premier à regretter d'avoir aggravé les écarts de cours, le bénéfice qu'il cherchait étant remplacé par une perte. En général, le spéculateur qui s'est trompé trouve plus ou moins le moyen de s'acquitter, par des combinaisons opposées ; et du reste, le contrôle que les spéculateurs exercent les uns sur les autres, neutralise les excès et les erreurs. La concurrence (1), qui régit les intérêts antagonistes des spéculateurs, aboutit ainsi finalement à la fixation harmonique des prix. Grâce à la facilité actuelle des communications télégraphiques et téléphoniques, les spéculateurs peuvent connaître les divers cours qui, pour telle valeur

(1) La concurrence est un mot ambigu qui signifie à la fois, ou tout à tour, concours et lutte. Cf. Tarde : « Lois sociales », p. 92.

dite « internationale » ou pour les titres à marché plus étroit, s'établissent, au même moment, sur les divers marchés financiers nationaux, et internationaux. Ils achètent la valeur, là où elle est bon marché, pour la vendre là où elle est chère. La spéculation tend de la sorte à établir entre les marchés une solidarité qui assure l'unité de prix des mêmes valeurs, ou encore de titres équivalents, négociés sur différentes places.

La spéculation normale atténuant les écarts des cours parce que les répartissant, est donc loin de les accentuer, comme l'en accuse l'opinion commune. On l'a contesté, en remarquant que le bénéfice du spéculateur consiste précisément dans les variations des cours, et que par conséquent, il serait absurde à ne pas y pousser. Pourtant, il est très certain que son intérêt bien compris, l'oblige, comme nous l'avons déjà montré, à acheter ou à vendre dans le sens naturel du marché, se couvrant simplement, s'il y a lieu, par l'opération inverse, de façon à vendre en définitive et en moyenne plus cher qu'il n'a acheté. Il s'efforce donc bien d'acheter quand les cours sont bas et de vendre quand ceux-ci sont élevés. Son action facilite par là le retour au niveau d'équilibre et la neutralisation des variations des cours.

C'est qu'en fait, l'opinion confond très souvent le point de vue tout individuel et subjectif du spéculateur, qui peut désirer de grands bénéfices à la faveur de brusques variations de cours, et l'action finale de la spéculation, laquelle est de compenser peu à peu, par le rapprochement de toutes les offres, et de toutes les demandes de spéculateurs individuels. Comme le dit déjà Bastiat :

« L'intérêt privé réalise sans cesse ce qu'il évite tou-
» jours » (1). Les spéculateurs, en poursuivant des gains personnels, servent l'intérêt général, et il est faux de dire que les spéculateurs créent la hausse ou la baisse, parce qu'ils désirent l'une ou l'autre. En réalité, ils ne peuvent réaliser de profits qu'en faisant une opération qui pousse nécessairement à l'équilibre des prix.

Nous allons, maintenant, tenter d'expliquer comment la spéculation arrive à stabiliser les prix dans le *temps* et dans l'*espace*.

La spéculation opérée sur le marché à terme, nivelle les cours, dans le *temps*. On achète pour revendre plus tard, ou inversement. Mais peu importe que le marché soit exécuté effectivement, ou par le simple paiement d'une différence, le rôle régulateur de la spéculation s'exerce tout de même dans les deux cas, et l'efficacité du marché différentiel est égal, dans la formation des cours, à celle du marché effectif. Les spéculateurs qui prévoient la hausse d'une certaine valeur l'achètent, et ceux qui prévoient la baisse la vendent. Dans un *marché large*, les opérations faites sans cesse par les spéculateurs à découvert sont, on le constate, beaucoup plus importantes, que celles des acheteurs ou des vendeurs à titre définitif. Ce *marché* large, grâce auquel est assuré la continuité des transactions, empêche les fluctuations brusques des cours des valeurs, lesquelles se produiraient dans un *marché plus étroit*, comme le marché au comptant, toutes si nuisibles aux capitalistes comme

(1) Bastiat : Harmonies économiques, VII, 8.

aux chefs d'entreprises industrielles et commerciales. Si les prévisions de l'un ou de l'autre ne se réalisent pas dans les temps voulus, le vendeur reporte son opération et l'acheteur peut également et même encore plus aisément, se faire reporter de liquidation en liquidation. Chacun reste sur ses positions jusqu'au moment où ses prévisions se justifient, ou qu'il estime s'être trompé.

Le spéculateur qui vend à terme prépare la voie à une baisse souvent indispensable par ses opérations à découvert qui freinent l'emballement de la hausse ; et ainsi il atténue d'ailleurs les écarts excessifs des cours dans le cas où ses prévisions se réalisent. De même, le spéculateur-acheteur à terme, en escomptant la hausse, agit sur la demande par ses achats à découvert, de telle sorte que le marché ne subit pas une brusque oscillation vers la hausse, si l'appréciation ainsi faite — par avance — était exacte. Par la première opération, le vendeur à terme arrête l'exagération de la hausse. Par la seconde, l'acheteur empêche celle de la baisse, et grâce au mécanisme des reports, l'un et l'autre peuvent conserver longtemps la même position et soutenir les cours, en marquant à l'avance l'orientation future du marché. La marche générale des prix, a écrit M. Colson, « reste gouvernée par la
» livraison et les absorptions effectives de titres, mais les
» oscillations quotidiennes sont très atténuées par l'exis-
» tence du vaste réservoir dans lequel arrivent les afflux,
» et s'opèrent les prélèvements » (1).

(1) V. Colson, op. cit., t. IV, p. 310.

Mais l'effet régulateur de la spéculation se manifeste aussi dans l'espace, par l'opération de l'arbitrage (1).

Les arbitragistes profitent des écarts qui se produisent entre les cours d'une même valeur, au même moment, sur deux marchés différents.

Ces opérations d'arbitrage « de place à place » peuvent être effectuées par un spéculateur quelconque. Elles se liquident dès que les titres d'une place sont livrés sur l'autre. Mais, elles exigent généralement des capacités financières et un travail plus complexe et plus étendu que les opérations pratiquées sur la même place par un spéculateur ordinaire.

Les arbitragistes achètent là où les cours sont bas pour revendre là où les cours de même valeur sont hauts. Leurs achats sur la première place en élèvent le cours, tandis que leurs ventes sur l'autre le fait diminuer. Ces spéculateurs répètent la même opération, jusqu'au moment où les écarts injustifiés disparaissent, ou tout au moins deviennent si minimes que le gain de l'opération ne suffirait pas à couvrir les frais de l'expédition directe des titres et le courtage des intermédiaires.

Grâce aux arbitragistes, les offres et les demandes qui se produisent dans les marchés du monde entier réagissent les unes sur les autres, égalisant le cours des valeurs dites internationales. Bien plus, ce mécanisme d'arbitrage établit entre tous les peuples une solidarité économique qui se manifeste actuellement avec une rapidité et une évidence qu'aurait toujours davantage la facilité des communications.

(1) Il est à remarquer que l'arbitrage de portefeuille, c'est-à-dire de *titre à titre* sur le même marché, empêche les cours des titres similaires de s'écarter sensiblement les uns des autres. Car si le capitaliste avait en portefeuille des titres dont le cours s'élève exagérément, il les vendrait pour acheter des titres similaires dont le cours n'est pas trop élevé.

Les spéculateurs font donc œuvre utile. Limitant les brusques oscillations des cours, ils augmentent leurs offres, ou leurs demandes, à l'époque et au lieu où ceux-ci paraissent s'injustifier ou ne pas correspondre à la situation exacte du marché. Et c'est là, écrivait Marchall, leur rôle vraiment remarquable (1).

Assurément, les spéculateurs peuvent se fourvoyer et ne pas arriver à se rattraper par des opérations contraires. Le fait est assez courant, même chez les professionnels les plus exercés, parce que la formation d'un prix est quelque chose d'extrêmement complexe, et qu'un prix futur comporte de multiples inconnues dont les données ne sont pas toutes actuellement fixées.

S'ajoutant à l'influence de ces spéculateurs dans l'erreur, il y a aussi celle des simples joueurs opérant au hasard, et des agioteurs qui, eux, cherchent précisément, à provoquer des prévisions erronées, tels des accapareurs qui usent de manœuvres répréhensibles, pour inciter artificiellement à la hausse ou à la baisse des cours.

Or, ces erreurs et ces agissements conjugués ont pour résultat d'accentuer les variations des cours, d'aggraver la hausse ou la baisse au lieu de l'atténuer. Les manœuvres frauduleuses des agioteurs et les tentatives d'accaparement produisent dans la courbe des cours de violents soubresauts, facilitant les coups de bourse, les

(1) Marschall : « Industry and trade », 1919, p. 253.

krachs de tous ordres, aux dépens du public induit en erreur.

Ce qui explique la réussite de manœuvres sur le marché des valeurs mobilières (1), c'est que le public a toujours tendance à acheter les valeurs qui viennent de monter, croyant qu'elles monteront toujours, et à vendre celles qui ont déjà subi une baisse marquée. Les agioteurs parviennent ainsi à lui céder à de très hauts prix les titres dont ils ont réussi à maintenir les cours suffisamment longtemps au-dessus de leur valeur réelle, sauf à les lui reprendre pour rien, quand la baisse se produit à nouveau, réalisant de la sorte un coup double aux dépens de ce public qui ignore, en général, tout de la situation réelle des sociétés et des Etats émetteurs. A cet effet, ils n'hésiteront pas à mener une campagne de hausse suivie d'une campagne de baisse.

Leurs agissements sont surtout dangereux quand ils visent à atteindre les épargnants peu informés et trop crédules, en les aiguillant sur des valeurs qui n'offrent aucune sorte de sécurité.

De telles opérations doivent leur réussite à la propagande payée des journaux financiers, et aux intermédiaires peu scrupuleux, qui, pour une forte commission

(1) Les spéculations qui tendent à fausser le cours des marchandises échouent presque toujours, car les personnes qui opèrent sur le marché des marchandises sont, et surtout étaient, des professionnels qui étudient constamment la situation et qu'il est malaisé de tromper. V. les exemples cités à ce propos par Colson, t. IV, p. 292. Cf. Marchall, op. cit., p. 263 : « Les grands opérateurs à terme ne savent presque jamais s'arrêter sur une victoire et finissent par succomber ».

par titre placé, amènent la clientèle à absorber les valeurs toutes fictives ou exagérément aléatoires.

Elles n'ont absolument rien de commun avec la spéculation technique. Si même l'on croit pouvoir constater chez elle des désordres et des cours faussés, comme l'a déclaré le professeur Thaller « ... cela doit tenir bien » moins du marché à terme, en lui-même, qu'au person- » nel de ceux qui s'y livrent (1) ».

Quelque intéressée que soit la spéculation aux oscillations des cours, elle ne va pas, répétons-le, jusqu'à les désirer trop brusques, car les fluctuations d'une certaine amplitude pourraient bien entraîner la ruine des opérateurs. Elle n'est pas la seule force qui agisse sur les cours, mais elle a une très grande part dans leur formation et leur stabilité.

SECTION IV

La spéculation et la crise économique (1)

Le cycle.
La période de prospérité.
La tension financière.
La période de liquidation de la crise.
La spéculation, comme avertissement et comme frein.

L'activité économique, surtout dans les sociétés contemporaines, est sujette à des phases d'essor et des périodes de dépression.

(1) Cf. Bulletin de la Société de législation comparée, nos 4 et 5 de 1898, p. 230.

(1) Sur la question de crises, v. Juglar : « Des crises commerciales et de leur retour périodique », 2e adit. 1889 ; Afta-

« La marche de la civilisation, écrivait Auguste Comte, « ne s'exécute pas à proprement parler suivant une ligne » droite, mais selon une série d'oscillations inégales et » variables, autour d'un mouvement moyen, qui tend » toujours à prédominer ». Rien n'est plus vrai, surtout au point de vue économique (1). Les bonnes années alternent avec les mauvaises, et l'ensemble des phénomènes économiques se dessine sous la forme d'une ligne sinueuse, plus ou moins rigoureuse, appelée cycle économique.

Le mot « cycle » n'implique pas, comme le mot « crises » (2), une idée de désordre et de perturbation, mais au contraire, la régularité dans l'alternance. Le caractère mathématique de la périodicité est cependant toujours un peu arbitraire, car il n'est pas facile de fixer le moment précis où les crises se déclenchent (3).

lion : « Les crises périodiques de surproduction », 1913 ; Lescure : « Des crises générales et périodiques de surproduction », 2e édit., 1923.

(1) Lescure, op. cit., p. 2.

(2) V. Gide, op. cit., p. 280 : « Nous disons crises, parce que c'est le mot qui jusqu'à ces derniers temps, était seul employé, mais aujourd'hui on dit plutôt « cycles », et ce changement de mot marque un changement dans le point de vue... »

(3) Stanley Jevons, le premier, avait remarqué que, dans le cours du XIXe siècle, les crises s'étaient succédées à des intervalles presque réguliers de dix ans : 1815, 1827, 1836, 1847, 1866, 1873, 1882. Mais le XXe siècle est venu donner un démenti à la loi de la périodicité décennale. Plus tard, on a cru reconnaître différentes sortes de cycles qu'on a nommés : « cycles séculaires » — environ deux par siècle — « cycles majeurs », qui comprennent un intervalle d'une trentaine d'années, et enfin, les cycles saisonniers », lesquels se succèdent chaque année.

Les manifestations, lesquelles sont toujours à peu près les mêmes, sous cette réserve qu'elles sont plus ou moins accentuées, comprennent, on le sait, essentiellement trois phases : la période de prospérité, la crise qui en marque le terme, la liquidation de cette crise.

Etudions le rôle de la spéculation dans chacune d'elles.

On constate, au moins dans la période antérieure à la guerre, et même encore un peu pour l'année de 1920-1921, que la courbe « A » du marché financier est la première à changer de direction, que celle « B », du marché des marchandises ordinaires, la suit à quelques mois d'intervalle (environ six à dix mois), et qu'enfin la courbe « C » du marché monétaire met quelques mois supplémentaires à adopter la même orientation (1). Mais c'est un fait d'observation que, dans le cas de la crise actuelle, les mouvements de ces trois courbes ne se sont pas succédé dans l'ordre habituel. En effet, aux Etats-Unis, depuis le mois de janvier 1926, la courbe « B » a pris une direction descendante, tandis que la courbe « A » (spéculation, cours des actions industrielles), qui aurait dû décliner avant elle, a continué sa marche ascensionnelle jusqu'à la fin de 1927, et que la courbe « C » restait sensiblement horizontale (2).

Une période de prospérité se manifeste, quand les capitaux, accumulés pendant les années de stagnation, trouvent l'occasion de s'employer utilement. Ce qu'on appelle une reprise des affaires devient alors possible, mais l'essor n'est pas simultané ; il se manifeste d'abord

(1) Cf. les graphiques de prévision de Havard.

(2) V. Aftalion, Revue d'économie politique de 1928, p. 850.

dans une branche ou dans quelques branches de l'activité économique.

L'esprit d'entreprise, se réveillant progressivement, recommence à exploiter les inventions nouvelles, à provoquer des besoins nouveaux, ou à mieux satisfaire des besoins anciens. Ce sont certaines industries, plus favorisées, qui « repartent » les premières, parce qu'offrant ou semblant offrir les plus grandes chances de gain et, qu'ainsi, attirant les capitaux en quête de placements.

C'est à ce moment que la spéculation intervient sur le marché financier. Prévoyant la montée du flot, elle prend position à la hausse sur les valeurs dont les dividendes lui paraissent susceptibles d'augmenter. Mais nul n'ignore que la hausse appelle la hausse. L'essor se généralise, et les industries favorisées, qui ont donné le branle, en entraînent d'autres derrière elles par solidarité. Les cours de toutes les valeurs industrielles s'élèvent, et les spéculateurs, en achetant des titres pour bénéficier des écarts de cours soutiennent les nouvelles émissions qui se multiplient et que l'épargne absorbe du reste rapidement. Les affaires commerciales, à leur tour, deviennent plus actives ; le prix des marchandises monte, enfin un peu plus tard, les besoins de crédit deviennent plus pressants, les disponibilités des banques diminuent. C'est la période prospère.

Les lanceurs d'affaires en profitent pour échafauder nombre de sociétés. Tandis que l'exemple des gains réalisés par les spéculateurs incite beaucoup de particuliers à spéculer aussi. Chacun cherche à réaliser une plus-

value sur ses titres (1), sans se préoccuper des dividendes ou des revenus, et l'entraînement du jeu gagne ainsi des couches de plus en plus profondes. L'ascension des cours qui grossit le chiffre nominal de tous les bilans et de toutes les fortunes, provoquera alors des dépenses somptuaires. On voit ainsi apparaître, par delà la prospérité réelle, une prospérité qui n'est qu'apparente. En effet, l'augmentation du prix, comme d'ailleurs du nombre des titres, aura à ce moment un caractère nominal et souvent temporaire, dont la plupart des capitalistes ne se rendent pas suffisamment compte ; et c'est pourquoi ils continuent à les acquérir. Le spéculateur d'occasion, encaissant tout d'abord des bénéfices importants sur ses opérations à la hausse, tend vite à oublier que le bénéfice risque fort de ne durer que tant qu'il pourra trouver pour le remplacer un acheteur encore plus optimiste que lui-même. De la sorte, il y a exagération des dépenses, par conviction que des gains futurs et continuels suffiront à parer à tous les besoins.

Mais la création d'affaires nouvelles s'accélérant, amène bientôt plus d'émissions de titres que l'épargne n'en peut absorber de manière durable. Les valeurs nouvelles « restent en l'air », ou se substituent, dans les portefeuilles, aux valeurs anciennes, qui se déclassent, ce qui amène la hausse du taux des reports et attire, par conséquent, en Bourse de larges sommes qui diminuent d'autant les ressources des banques.

(1) Par revente directe, ou par obtention de ces « actions de dividende », dont le développement dans les différents pays, sous le nom de « Gratisaktie », « bonnes shares ».

Le coût de production ne tarde pas, d'ailleurs, à augmenter, par suite de la concurrence que se font les entrepreneurs pour recruter leur personnel, acquérir les matières premières, et pour développer leur fabrication, ce qui fait monter les salaires et les prix. Eblouis par leur carnet de commandes, les chefs d'entreprise ont tendance à s'exagérer la demande future et, pour se trouver en mesure d'y répondre, à s'assurer longtemps à l'avance des moyens techniques ou de transport perfectionnés, en usines, machines, mines, etc...

Les inconvénients de cette inflation de titres et d'outillage n'apparaissent pas de suite. Mais quand est venu le jour où tout cet appareil, qui implique presque nécessairement la fabrication en séries, peut entrer en action, il déverse tout à coup sur le marché des masses d'autant plus grandes de produits, qu'une fois le capital investi sous forme de capital fixe, il ne peut plus se dégager et qu'il faut que les machines continuent à fonctionner, même alors qu'elles travaillent à perte, et que l'écoulement des produits se trouve arrêté (1).

Bien évidemment, une telle situation ne peut persister. Un moment arrive où toutes les entreprises donnant à la fois se font une concurrence mortelle.

« stock dividende », aura tant contribué à la gravité de la crise actuelle.

(1) Se rappeler l'exemple célèbre de M. Aftalion, de ces effets à retardement, celui du chauffage central, avec lequel il faut longtemps, avant que l'appartement ne soit chauffé au degré voulu et, une fois en train, non moins de temps pour abaisser la température : « Les crises périodiques de surproduction ». T. II, p. 450.

Les spéculateurs professionnels, les financiers avertis et la Haute Banque prévoient la panique, vendent à découvert. Par la suite, et après quelques insuccès, les émissions de valeurs mobilières diminuent. La hausse s'arrête. C'est la courbe « A » qui commence à descendre ; ensuite, les prix de gros des marchandises cessent de monter, puis fléchissent. Dans le cas des industriels, banquiers ou spéculateurs, qui auraient démesurément accru leurs engagements, la plupart se trouvent désormais hors d'état de faire face à une échéance, d'autant que les banques resserrent, au contraire, leur crédit, même sur le marché des capitaux, en augmentant le prix de l'escompte au maximum, quand elles ne le refusent pas purement et simplement.

Une suspension de payement, sans importance en temps normal, entraîne une exécution en Bourse. Ce sont les premiers craquements avant-coureurs de la crise qui va éclater. Les faillites se multiplient, la confiance est ébranlée, les yeux s'ouvrent sur les imprudences commises ; on se hâte de liquider, au moins mal, le plus d'affaires possible. C'est la panique qui succède à l'imprévoyance, de telle sorte que l'effondrement des cours les ramène brusquement au niveau normal, et souvent bien au-dessous ; même les bonnes valeurs sont momentanément dépréciées. La crise est marquée par des incidents violents, qu'on peut fixer parfois avec précision, krachs de bourse, faillites des entreprises les moins solides, etc. Une crise monétaire vient s'ajouter à la crise financière, quand le public réclame brusquement ses dépôts à vue dans les banques.

L'époque de crise proprement dite, c'est-à-dire de tension aiguë et ouverte est généralement courte. Mais elle est suivie d'un temps de dépression plus ou moins long pour toute l'activité économique. C'est alors la période de liquidation qui s'ouvre. Car avant toute reprise, les entreprises imprudemment gérées sont obligées de se liquider, et de disparaître, laissant ainsi la place aux plus fortes et aux plus heureuses qui, d'ailleurs, vont se trouver ainsi moins concurrencées (1).

C'est en temps de crise que l'on reconnaît la solidité d'une affaire. Les valeurs à revenu fixe retrouvent la faveur du public et de l'épargne. Les producteurs réorganisent leurs entreprises sur des bases économiques plus prudentes.

Une période comme de recueillement s'ouvre pour les capitaux. Les réserves se reconstituent et, peu à peu, la confiance se rétablit. Postérieurement, l'esprit d'entreprise se réveillera ; une reprise des affaires ramènera une période nouvelle de prospérité, et le même cycle recommencera.

On aperçoit comment l'attitude de la spéculation peut constituer un avertissement relativement aux mouvements futurs.

La spéculation à la hausse précède la hausse des cours des valeurs et des prix des marchandises, ainsi que la baisse de la monnaie ; et la spéculation à la baisse

(1) Mais il y a souvent pour celles-ci un danger : c'est que la liquidation à vils prix des stocks de marchandises des maisons disparues, vienne concurrencer et déprécier, au moins momentanément, leurs propres stocks déjà dévalués.

annonce la baisse des cours des valeurs, des prix des marchandises, et la hausse de la valeur de la monnaie.

A coup sûr, on ne doit pas en conclure que la spéculation soit la cause directe des crises.

C'est bien plutôt la surcapitalisation (1), qui, dans l'ensemble que nous venons d'exposer, en semble la cause profonde, car elle se produit avant même qu'on puisse savoir s'il y a réellement sous-production. Au contraire, la spéculation, ne fait qu'enregistrer un peu à l'avance les oscillations de la situation économique, dans toutes ses phases successives, mais elle ne crée pas le cycle auquel elle reste, en fait, soumise. C'est ce qui explique que la spéculation apparaît portée parfois vers la hausse quand la baisse des prix et la hausse du taux de l'escompte n'ont pas cessé, ou inversement, qu'elle soit dirigée vers la baisse, quand la hausse des prix et la baisse de ce même taux de l'escompte continuent encore.

En général, les spéculateurs professionnels et les grands financiers ont des capacités assez élevées et des « antennes » assez développées, pour leur permettre de prévoir la débâcle. Ils se porteront de nouveau à la hausse au moment de la reprise des affaires. Mais pendant les longs mois de simpe prospérité normale, ils se contentent de céder, au comptant, les titres qu'ils ont achetés. Quand la fin de cette période leur semble se dessiner, ils opèrent, au contraire, à la baisse sur le marché à terme, bien que la hausse continue généralement au comptant, et sur le marché des marchandises.

(1) Cf. Aftalion, op. cit., t. II, p. 91.

Assez rares sont d'ailleurs les capitalistes qui savent sortir à temps de la Bourse comme d'une affaire. Et l'on a pu dire qu'il y a « un vertige des millions, comme il y a un vertige des montagnes » (1).

Tous avertissements leur auront été vains, même l'élévation si classique du taux d'escompte, destinée à ramener les espèces dans les pays et à arrêter l'essor de la spéculation par le renchérissement des reports et des avances sur titres, ce qui entraîne l'augmentation du coût des reports dans des proportions dépassant le dividende présumé des actions (2).

A vrai dire, en cas de panique et, comme auparavant, d'emballement, la spéculation professionnelle sert de frein à un mouvement qui, sans elle, serait illimité.

Par conséquent, loin d'être la cause directe des crises, elle l'aide, au contraire, par la prévision de la baisse, à atténuer, plus ou moins, le passage brusque de la prospérité à la débâcle subite. Son utilité n'est donc pas moindre alors qu'en temps normal.

Ce qui ne veut pas dire que nous nous refusons à constater qu'une période d'essor ne suscite des opérations malhonnêtes. Le nombre de joueurs s'y accroît. C'est précisément le malaise social en résultant qui a incité les moralistes à attaquer vivement la spéculation. Peut-être aurait-il été plus juste et, d'ailleurs, plus efficace, de s'en prendre tout droit au mal, c'est-à-dire aux crises, et de

(1) Cf. Claudio Jannet, op. cit., p. 390.

(2) Se rappeler à la fin de 1928 et au commencement de 1929, l'action, pour le « cutting » des crédits bancaires, dépeloppée aux Etats-Unis par les banques fédérales de réserve et les organisations affiliées.

tâcher de les éviter. Car, même en l'absence de toute spéculation, les crises sont des catastrophes qui, si elles déblaient le terrain économique par la disparition des entreprises « soufflées » ou non viables, et des joueurs, sondamnent au chômage même l'outillage doté des derniers perfectionnements et aussi des êtres humains.

CONCLUSION

La spéculation, qui n'est ni le jeu, ni l'agiotage, assume ainsi un rôle de premier ordre dans l'activité économique. *Spéculer*, c'est *prévoir*. Le spéculateur n'agit pas au hasard ; il prend à sa charge le risque. Ce qui suppose connaissances techniques, intuition, attention et expérience, justifie à l'avance ses gains éventuels. On ne peut nier que la chance ne joue parfois un rôle considérable dans les succès comme les échecs. Mais si les chances ont été courues loyalement, le bénéfice des bonnes est légitimement acquis à ceux qui consentent les mauvaises.

Une Société où tout le monde ne rechercherait que des placements sûrs, sans risque, mais aussi sans espoir de véritables plus-values, serait bientôt au ralenti, avec toutes les conséquences qui en résultent pour la civilisation comme pour l'amélioration du bien-être. Sans la spéculation, a fort bien dit Paul Leroy-Beaulieu, le monde serait morne et vivrait, en quelque sorte, au jour le jour. Tandis que le joueur nuit à lui-même et à la Société, le spéculateur, tout en réalisant sans doute des bénéfices personnels, sert en même temps l'intérêt général.

Il est de l'essence même de la nature humaine que le mal soit à côté du bien, et que l'abus puisse se greffer sur les meilleures choses. La spéculation n'échappe pas à cette loi commune. Les dangers qu'on dénonce doivent être imputés, la plupart du temps à un développement de l'esprit de jeu ou d'agiotage comme, par exemple, c'est le cas chaque fois que la Société s'est trouvée exposée à des épreuves trop prolongées.

En elles-mêmes, les différentes opérations techniques en lesquelles se traduit la spéculation, ne peuvent relever en rien d'un jugement moral, mais ont de ce point des conséquences bonnes ou néfastes, selon l'intention dans laquelle on s'en sert.

En fait, cependant, l'expérience démontre qu'elles ajoutent le plus souvent, à la prospérité générale. Les manœuvres frauduleuses, les fausses nouvelles, sont les parasites de la spéculation, mais à vouloir toujours arracher le parasite, il faut prendre garde que l'on peut tuer celui qu'on prétend soulager.

Les abus sont possibles. Nous ne le nions pas, et nous avons indiqué, à plusieurs reprises, certains points où ils sont particulièrement menaçants. Mais, pour leur mettre un terme, ce qui importe surtout, c'est de faire l'éducation du public. Il s'agit d'apprendre aux actionnaires à cesser de se désintéresser des affaires de l'entreprise, par abdication de leur droit de contrôle ou de son exercice, et souci exclusif du dividende ou des cours immédiats, au lieu de poursuivre la réalisation de bénéfices plus substantiels dans une étude conduisant à des prises de position durables et surtout plus réfléchies.

Le vertige de l'argent empêche, hélas, souvent, tout raisonnement pondéré, et l'ardeur du gain interdit toute prudence. Mais l'intervention du législateur, qu'elle s'exerce au nom de l'économie nationale ou de la morale, n'en est pas mieux, dans beaucoup de cas, inopérante ou même nuisible.

Le contrôle plus strict de l'Etat, loin de refréner les joueurs ou les agioteurs, empêche souvent alors, nous croyons l'avoir montré, la spéculation technique de remplir son rôle économique, souvent alors au grand dam du public. Et, d'autre part, c'est en vain que le législateur se sera efforcé de prévenir ou de réprimer les combinaisons du jeu et de l'agiotage, car, en apparence, le jeu révèle difficilement des objectifs qui le distinguent d'une opération de pure spéculation technique. Il n'y a que l'intention et la surface financière, tous points bien difficiles à apprécier pour un tribunal. Les agioteurs, eux, seront souvent des hommes d'affaires qui, plus habiles que ceux qui font les lois, parviennent à échapper aux mesures en apparence les mieux combinées.

D'ailleurs, il importe de ne pas prendre l'effet pour la cause. Si l'on va au fond, on doit reconnaître que ce ne sont pas les maisons de jeu qui font les joueurs. Ainsi, même à cet égard, l'interdiction de la spéculation ne ferait pas disparaître les périls que dénoncent les moralistes. Il nest qu'à respecter la spéculation de caractère technique, procédé ouvert et loyal, comme indispensable à l'activité du marché financier, sauf à se montrer impitoyable contre les abus. Sans doute, même la

publicité la plus sincère, des renseignements complets et exacts, leur centralisation, la vulgarisation des graphiques de prévisions et des tableaux statistiques peuvent ne constituer que des remèdes relatifs. Car il s'agit avant tout d'un état psychologique, même pour qui ne considère que sa traduction économique.

Examinant les sources du crédit public comme privé, un auteur, Bozérian, a pu dire : « Si l'eau est impure, » le fleuve n'est pas à sec. Vaudrait-il mieux qu'il le » fût ? » (1).

Du reste, les abus signalés demeurent chose assez peu importante, par rapport à la plus intense activité économique résultant de la spéculation.

Et la loi morale, d'autre part, serait peut-être plus souvent respectée, s'il était possible en la matière de mieux la définir.

En temps de paix, la spéculation a à son actif qu'elle rend possible le financement des grands travaux publics, comme d'ailleurs de tout l'outillage national. En période de guerre, on a pu dire qu'elle « bataille sur le front financier », devançant l'épargne proprement dite, pour l'installation des usines de guerre et pour toutes les dépenses de défense du pays. C'est elle encore, qui, les hostilités terminées, aidera à la reconstitution du territoire dévasté, plus généralement à soulager les finances publiques obérées.

En réalité, la spéculation remplit un véritable rôle

(1) Loc. cit., t. II, p. 365.

créateur, son intervention facilite l'apport de l'épargne aux industries, comme l'exige l'intérêt général. En mettant l'argent nécessaire à la disposition des chefs d'entreprise et des inventeurs, la spéculation agit comme un élément stimulateur de la production.

Quand la spéculation technique vient à faire défaut, et qu'ainsi ne peuvent trouver de contre-partie telles ou telles offres ou demandes exceptionnelles qui se produisent, c'est un fait que le marché est livré à des oscillations brusques, ce qui prouve bien que la spéculation joue un rôle de régulateur dans le cours des valeurs mobilières. Elle est, pour le marché financier, en même temps qu'un frein de secours, comme le volant de la machine, qui, certes, ne sert pour rien dans la marche du moteur ou l'état des chemins, mais évitent les accidents ou les atténuent.

L'étude des cycles économiques nous montre que les spéculateurs, toujours, servent « d'éclaireurs » au marché économique. Leur attitude est ainsi un baromètre précieux, même pour le marché des marchandises ou le marché monétaire, un frein aux emballements du public jouant à la hausse, comme aux combinaisons des agioteurs passant ensuite à la baisse. La cause profonde des désastres retentissants, des fortunes scandaleuses, qui accompagnent d'ordinaire les grandes tourmentes, tend maintenant à s'analyser dans la surcapitalisation. Il est vrai que la spéculation technique semble impassible devant les ruines, mais de même que quand la hausse des cours a de beaucoup exagéré la valeur intrin-

sèque des titres, elle est la première à annoncer la modération, pareillement, elle ne tarde pas à réagir contre les chutes excessives de cours, passé certaines limites de baisse et de démoralisation.

Si l'on ne peut dire que la spéculation soit le seul facteur à orienter le marché financier, elle en est le plus important, parce qu'elle essaie de tout prévoir et aussi, il faut l'avouer, parcequ'essayant de réaliser ses prévisions, elle tend à dominer le marché un peu comme le gouvernail donne une direction au navire.

Son importance politique est indéniable, car ses professionnels sont des réalistes, qui ne se laissent pas prendre aux belles paroles et aux mirages.

Très généralement, le spéculateur ne flattera ni les maîtres militaires, ni les gouvernments de révolution sociale.

Napoléon Ier lui-même aura eu plus de succès sur les champs de bataille que sur le terrain financier. Après la politique financière heureuse du Consulat, le crédit public fut entamé dès les premières conquêtes et la Rente ne dépassa jamais 88,90 aux plus beaux jours de l'Empire, en 1810, ce qui ne laissait pas de préoccuper l'Empereur qui dut assez vite renoncer aux mesures coercitives, telles que l'interdiction de la spéculation à la baisse (1). Sa chute et la proclamation des alliés,

(1) Dans sa conversation avec le comte Mollien, le Premier Consul déclare qu'il ne fallait pas « avoir la prétention de défendre les marchés à terme parce qu'on n'avait pas la puissance de les empêcher ». Mémoires d'un ministre du Trésor Public, t. I, p. 2.

qui étaient le signal du retour de la paix en Europe, furent accueillies par une hausse. La nouvelle du retour de l'île d'Elbe fit, par contre, tomber la Rente de 20 francs (21 mars 1815). Le marché financier ne donne sa confiance à la politique d'un gouvernement que lorsqu'elle lui apparaît convenir à la situation économique du pays, et à son progrès industriel et commercial.

La plus grande méfiance y règne, au contraire, toutes les fois qu'on envisage la possibilité de réalisation de projets socialisants (1).

Les dirigeants du gouvernement russe soviétique ont dû le reconnaître eux-mêmes, à diverses reprises. Même au temps de l'admission de la N. E. P., l'accroissement du capital économique de la nation n'a pu être obtenu (2). On aperçoit facilement pourquoi le marché financier montre des craintes justifiées quand les perturbateurs de l'ordre social et économique obtiennent une majorité dans un Etat démocratique. Les dernières élections en Allemagne en auront été l'exemple le plus récent. Tous les grands marchés financiers du monde en ont vivement ressenti le contre-coup, et les cours de toutes les valeurs allemandes ont durement fléchi.

Au contraire, l'on constate l'effet inverse lorsque les partis d'ordre ou de progrès mesuré l'emportent.

L'attitude de la spéculation technique, vis-à-vis d'un gouvernement, peut donc contribuer à se faire une idée

(1) Sur les dangers ici du socialisme, v. l'ouvrage du professeur Aftalion : « Monnaie et Industrie », chap. IX, p. 237.

(2) *Ibid*, p. 346 et 347.

sérieuse et exacte de sa stabilité, comme de la situation financière du pays considéré. Pour pouvoir gouverner dans la paix et la prospérité, la sagesse la plus élémentaire impose de s'assurer l'assistance favorable du marché financier.

En ces dernières années s'est développée singulièrement, aux Etats-Unis, la pratique d'une forme d'organisation financière relativement nouvelle : « l'investment trust », de type américain.

Elle consiste en l'émission et le placement des titres par concentration des capitaux chez l'établissement « trustie » qui, s'en trouvant devenu le propriétaire, n'hésitera pas, contrairement à la pratique ancienne, à les engager dans la spéculation (1).

Elle offre de cette manière même, au tout petit épargnant, la possibilité de varier ses placements et de répartir ses risques (2). Elle le familiarise avec les actions ordinaires des grandes Sociétés, notamment des entreprises situées dans d'autres continents.

Le leader financier qui préconisa le premier cette institution, Joh. H. Raskob, a publié récemment un projet élaboré en vue de constituer un formidable investment trust dont les actions seraient émises par très petites coupures, et dont la surface pourrait lui attirer des millions de souscripteurs. Cette affaire, bien lancée par un groupe manœuvrant habilement sous la direction autocratique

(1) Celle dite « écossaise », ou encore « britannique ».

(2) Par ce procédé, la spéculation est exposée à des changements, dans la composition de son public, portant à la fois sur les classes, le sexe et l'âge. Aux Etats-Unis, en effet, la spéculation se démocratise, se féminise et se rajeunit. V. la *Revue d'économie politique*, de juillet-août 1930, p. 1244.

d'un seul chef, aboutirait ainsi à une concentration formidable de capitaux. Si le groupe gagnait la confiance d'une grande partie de la classe moyenne, il pourrait imposer en matière financière, sociale et politique, des mesures répondant à ses intérêts propres et aux vues personnelles de ses dirigeants. Mais à côté d'avantages indéniables, le succès d'une telle conception financière peut comporter de multiples dangers, aussi bien pour les Etats que pour les producteurs et les épargnants.

Les investments trusts, au nombre, déjà, de 500 environ, ont largement contribué, au détriment de l'épargne, à la hausse exagérée, puis à la débâcle de Wall Street. Achetant sans arrêt sur le marché au moyen de fonds d'un montant bien supérieur à leurs propres ressources en capital, ils ont, dans une large mesure, provoqué la hausse désordonnée des cours et ainsi semé, tour à tour, la ruine et la richesse, dépouillant les uns au profit des autres, et surtout ceux qu'on pourrait appeler les épargnants-spéculateurs.

En réalité, les investments truts du type américain constituent surtout des tentatives d'accaparement généralisé d'un marché.

Mais le monde boursier moderne se caractérise par l'établissement d'une solidarité étroite s'exerçant constamment sur les divers marchés financiers du monde. Car l'excédent de la balance des comptes d'un pays qui constitue une épargne, est destiné normalement à s'inves-

tir en placements sur les marchés étrangers (1). Et l'on a vu que les capitaux disponibles sur une place qui cherchent un placement à court terme, peuvent être employés sur d'autres à des opérations de reports, là où le taux de report est le plus élevé (2).

Ces relations constantes entre les marchés sont rendues toujours plus faciles, — depuis la disparition des entraves légales, conséquence de la guerre mondiale, — par l'amélioration des moyens de communications, qui, en aidant au développement d'une civilisation qui tend à s'uniformiser, égalise, en même temps, dans le monde entier, les cours de valeurs dites internationales, et le taux d'intérêt de l'argent. Il s'ensuit que lorsqu'un marché international subit une dépréciation soudaine, les autres places financières du monde, plus vulnérables qu'autrefois, en ressentent immédiatement le contrecoup. La dernière débâcle de Wall Street n'a pas manqué d'ébranler les autres marchés financiers, particulièrement ceux de Montréal, d'Amsterdam, de Londres, de Paris et de Berlin.

De par l'ampleur de son rôle dans les sociétés modernes, l'importance de la matière à laquelle elle s'applique, son public et ses rouages, la spéculation mérite vraiment qu'on la qualifie de « science sociale ». Nous n'avons pu avoir ici que l'ambition de chercher un peu

(1) Le total des fonds étrangers investis sur le marché de Wall-Street pour profiter des taux élevés de l'argent et de la hausse des valeurs était estimé à 2 milliards de dollars.

(2) V. Aftalion, Cours de Doctorat, 1929 1930, op. cit., p. 26.

à préciser son domaine pratique et ses conséquences économiques, afin de nous efforcer de familiariser l'esprit du lecteur avec ces problèmes, si complexes et si importants, puisqu'ils conditionnent maintenant l'armature du monde économique.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

VU : *le Président de la thèse*,
A. AFTALION.

VU : *Le Doyen de la Faculté*,
H. BERTHELEMY.

VU : *Le Recteur de l'Académie de Paris*,
CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

APTALION. — *Les crises périodiques de surproduction*, 2 vol., Paris 1913 ; *Monnaie, Prix et Change*, Paris 1927 ; *Monnaie et Industrie*, Paris 1929 ; *La Théorie des débouchés et ses principales applications* (cours de doctorat, 1929-1930).

ALLIX. — *Des reports dans les bourses de valeurs* (thèse, Paris 1900) ; *Traité élémentaire de science des finances*, édit. 1926.

BADON-PASCAL (Ed.). — *Des marchés à terme, étude pratique au point de vue légal et financier*, 3e édition, Paris, 1877.

BAGEHOT (W.). — *« Lombard Street » ou le marché financier en Angleterre* (traduction française, Paris, 1874).

BASTIAT. — *Harmonies économiques*, Paris, 1850.

BLOCH (Oscar). — *La Bourse du Commerce. Le marché de Paris*, 1925.

BOUDON (Georges). — *La Bourse anglaise*, Paris, 1898.

BOZÉRIAN (J.). — *La Bourse, ses opérations et ses opérateurs*, 2 vol., Paris, 1859.

BUCHÈRE (Ambroise). — *Traité théorique et pratique des opérations de Bourse*, 3e édit., Paris, 1892 ; *Traité théorique et pratique des valeurs mobilières*, 2e édit., Paris, 1881.

CAUWES. — *Cours d'économie politique*, 4 vol., 3e édit., Paris.

CHAROUSSET (Joseph). — *Essai sur la réorganisation du marché financier*, Paris, 1889.

COLSON. — *Cours d'économie politique*, 6 vol., Paris, 1924-1927.

COURTOIS (Alphonse). — *Traité des opérations de bourse et de change*, 13e édit., revu par Emmanuel Vidal, Paris, 1904.

CRÉPON (T.). — *De la négociation des effets publics et autres*, 2e édit., Paris, 1891.

DECOUDU (Jean). — *La Bourse de Londres*, Paris, 1922.

DESROCHES (Jean). — *La spéculation mathématique à la Bourse*, Paris, 1929.

DUFORMENTELLE (Roger). — *Les reports en Bourse*, Paris, 1919.

FONTAINE (Henri). — *La Bourse et ses opérations légales*, 14e édit., Paris, 1907).

FRANÇOIS-MARSAL. — *Encyclopédie de Banque et de Bourse*, Paris, 1929-1930.

GERMAIN-MARTIN. — *Les banques de dépôts et les banques d'affaires* (cours de doctorat, 1927-1928).

GIDE (Charles). — *Cours d'économie politique*, 2 vol., 10e édit., Paris.

GUILLARD (Edmond). — *Les opérations de Bourse*, Paris, 1875.

GUILLEMARD (Emile). — *Les reports en Bourse et la loi du 28 mars 1885*, Paris, 1913 ; *Le marché libre de la Bourse de Paris*, 1912.

HAMBURGER (A.). — *Le guide pratique de la Bourse*, Paris, 1906.

JAENET (Claudio). — *Le capital, la spéculation et la finance au XIXe siècle*, Paris, 1892.

JUGLAR. — *Des crises commerciales et de leur retour périodique*, 2e édit., Paris, 1889.

LANDER (J. DE). — *Les investment trusts*, Paris, 1929.

LEROY-BEAULIEU (Paul). — *Traité d'économie politique ; L'art de placer et gérer sa fortune*, nouvelle édition, Paris, 1929 ; *Répartition des richesses*.

LE ROY (Yves). — *Les syndicats financiers d'émission*, thèse, Paris, 1914.

LESCURE (Jean). — *Des crises générales et périodiques de surproduction*, 3e édit., Paris, 1923.

LYON-CAEN et RENAULT. — *Traité de droit commercial*, t. V, 5e édit., Paris, 1921 et suiv.

MARSHALL (Alfred). — « *Industry and Trade* », London, 1919.

MASSEBEUF (Alexandre). — *Des marchés fermes dans les bourses de valeurs*, Paris, 1923.

MAZEAUD (Léon). — *Le délit d'altération des prix*, Paris, 1927.

MOLLOT. — *Des Bourses de commerce, agents de change et courtiers*, 3e édit., Paris, 1853.

MONTARNAL (Henri). — *Manuel des opérations de banque et de bourse*, Paris, 1929.

PERREAU (Camille). — *Cours d'économie politique*, 2 vol., 4e édit., Paris, 1928-1930.

PROUDHON. — *Manuel du spéculateur à la Bourse*, 4e édit., 1857.

REBOUD (P.). — *Précis d'économie politique*, 2 vol., Paris 1929-1930.

RENDU (Ambroise). — *Le jeu, le pari et les marchés de Bourse*, Paris, 1898.

ROBERT-MILLES (S.). — *La grammaire de la Bourse*, Paris, 1928.

ROUBAUD (Louis). — *La Bourse. Foire aux entreprises. Criée des valeurs. Maison de jeu*, 2e édit., Paris, 1929.

SAYONS (André-E.). — *Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce*. Thèse, Paris, 1898.

TCHERNOFF (J.). — *Les Syndicats financiers*, Paris, 1930.

TRUCHY (Henri). — *Cours d'économie politique*, 2 vol., Paris, 1929.

VALLÉE (Oscar de). — *Les manieurs d'argent*, Paris, 1882.

VERCOMER. (Em.). — *Etude historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme*, Paris-Bruxelles, 1903; *La question internationale des jeux de Bourse en Egypte*, Paris-Bruxelles, 1904.

WALRAS. — *Eléments d'économie politique*, 4e édit., Paris, 1926.

WARSHOW (Robert-Irving). — *Wall Street, histoire de la Bourse de New-York, des origines à 1930* (traduction française par P. Coste ; préface de M. Wiston Churchill, ex-chancelier de l'Echiquier), Paris, 1930.

WILLIAM-OUALID. — *D'Aguesseau, économiste ; Revue d'Histoire des doctrines économiques et sociales*, n° 3, 1909.

WORMS (Emile). — *Sociétés par actions et opérations de Bourse*, Paris, 1868.

Revue d'Economie Politique.

Journal des Economistes.

L'Economiste Français.

L'Economiste Européen.

L'Information économiste et financière.

Le Temps.

Journal des Débats.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION

Pages

I. — But de l'ouvrage. 5

II. — Définitions : la spéculation, le jeu de bourse et l'agiotage. Différences entre ces trois notions boursières. 7

III. — Exposé historique sur les valeurs mobilières et la spéculation en Bourse. 20

IV. — Plan et division de l'ouvrage. 28

PREMIERE PARTIE

La matière de la Spéculation, son public et son fonctionnement.

CHAPITRE PREMIER. — La matière de la spéculation : les valeurs mobilières. 33

SECTION I. — Définition des valeurs mobilières. — Théorie générale de l'émission des titres. — Leur étendue. 33

SECTION II. — Nature des valeurs mobilières négociées à la Bourse. — Etat des titres. — Marché officiel et marché en banque. — Valeurs étrangères. 37

Pages

CHAPITRE II. — Le public de la spéculation. 47

SECTION I. — Les capitalistes. — Spéculateurs au comptant et reporteurs. 48

SECTION II. — Les spéculateurs : spéculateur à la hausse ou à la baisse. — La Haute Banque. — Les puissants spéculateurs. 50

SECTION III. — Les intermédiaires : agents de change, coulissiers, banquiers, remisiers, établissements de crédit. 56

SECTION IV. — Le public du Stock Exchange de Londres. 66

CHAPITRE III. — Le fonctionnement de la spéculation. 71

SECTION PRÉLIMINAIRE. — Les ordres de Bourse. 72

SECTION I. — Marchés au comptant. — Définition. — Manières d'y recourir dans un but de spéculation. — La commune ou la moyenne..... 73

SECTION II. — Marchés à terme. — Avantages à opérer à terme. — Règlement différentiel. — Validité juridique. — Les modalités des marchés à terme. 77

§ I. — Marchés fermes. — Définition. — Mécanisme. 82

§ 2. — Marchés à prime. — Leur supériorité sur les marchés fermes. — Définition. — La réponse des primes. — Leur utilité. — Combinaisons à la hausse ou à la baisse, combinaisons complexes. 84

SECTION III. — Les escomptes. — But. — Mécanisme. — But et importance..... 92

SECTION IV. — Les arbitrages. — Au comptant et à terme. — Leur rôle régulateur. 98

SECTION V. — Les liquidations. — Au Parquet et en coulisse. — Liquidation centrale. — Cours de compensation. 100

Pages

SECTION VI. — Les reports. — Opérations de report. — Signification de déport. — Utilité. — Taux du report. 103

DEUXIEME PARTIE

L'influence morale et économique de la Spéculation.

CHAPITRE PREMIER. — Influence morale. 113

SECTION I. — Les adversaires de la spéculation, considérée comme immorale. 116

SECTION II. — Les défenseurs de la spéculation. — La spéculation en elle-même n'est pas immorale. — L'intervention du législateur et ses limites.... 122

CHAPITRE II. — Influence économique..... 139

SECTION PRÉLIMINAIRE. — Les adversaires de la spéculation, pour des raisons économiques. 139

SECTION I. — La spéculation et le crédit public. — Définition du crédit public. — Son développement. — Utilité des emprunts et leur nécessité. — Le rôle indispensable de la spéculation pour la réussite des emprunts publics..... 144

SECTION II. — Influence de la spéculation sur les capitaux. — La formation du capital. — L'épargne créatrice et l'épargne réserve. — Le marché financier et le marché des capitaux. — Le rôle de la spéculation sur le développement de l'épargne, les entreprises et le taux de l'intérêt. 157

Pages

SECTION III. — Le rôle régulateur de la spéculation. — La loi de l'offre et de la demande. — La théorie quantitative. — L'établissement du cours. — La spéculation tend à égaliser les cours, dans le temps et dans l'espace, et à en empêcher les brusques variations. 169

SECTION IV. — La spéculation et les crises économiques. — Le cycle. — La période de prospérité. — La tension financière. — La période de liquidation de la crise. — La spéculation comme avertissement et comme frein. 187

CONCLUSION. 199

BIBLIOGRAPHIE. 211

PARIS-LIMOGES
Imprimerie des *Presses Universitaires de France*
1930

Date Due

COLUMBIA UNIVERSITY LIBRARIES
0021294577

31458

END OF
TITLE